

奇鋁(3017)

□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:	2020/8/12
目前收盤價 (NT\$):	46.1
目標價 (NT\$):	58
52 週最高最低(NT\$):	25.9-52.3
加權指數:	12780.19

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	3533.0
市值 (NT\$/mn):	16270.0
市值 (US\$/mn):	542
20 日平均成交量(仟股):	24154.7
PER (2020)	10.3
PBR (2020)	1.46
外資持股比率:	31.97
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	9.6	12.7	37.3
加權指數報酬率	5.9	16.0	9.6

2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	58	53
營業收入 (NT\$/mn)	39,125	40,312
毛利率 (%)	13.88	11.83
營益率 (%)	6.51	6
EPS (NT\$)	4.48	4.2
BVPS(NT\$)	31.6	28.4



伺服器客戶蜂擁而至

- **2Q EPS 1.61 元創單季歷史新高**：2Q 營收 QoQ+55%，受惠規模經濟、機殼及系統組裝毛利率提升，毛利率成長 2.4%至 14.3%，差旅費減少，營業利益率成長 4.8%至 8.2%，營業利益 9.52 億元，YOY+361%，業外主要為設備打消 1 億，稅後獲利 5.67 億元，YOY+145%，EPS 1.61 元優於預期。
- **3Q 營收 QoQ-13%，但毛利率持續往成長方向**：3Q 伺服器、資料中心及機殼訂單佳，但 4、5 月營收相對較高，3Q 營收 101 億元，QoQ-13%，雖然營收規模下降，但產品組合佳，毛利率可望維持高檔，稅後獲利 4.24 億元，YOY+64%，EPS 1.2 元。
- **2H20 成長動能來自伺服器**：1.伺服器及資料中心方面：公司產品出貨包括伺服器外殼、VC、風扇的產品，客戶包括美國 A 客戶、微軟、Google 客戶訂單，預期下半年會有伺服器機殼新客戶阿里訂單，預期 2021 年會有新騰訊、百度及 FB 客戶訂單，因此預期這塊業務可望持續成長至明年。2. 通訊基地：1H20 占比 19%，YOY+53%，奇鋁主要出貨基站 AAU，世界前五大廠商均是奇鋁客戶，公司基站相關產品包括 VC 均熱片、散熱片、散熱模組及風機盒。但針對 AAU 公司產能滿了就不會再多接單，係因價格競爭下跌幅度快，因此也不會針對這塊進行擴產，基站 AAU 散熱出貨量已開始減緩，待 4Q 才會再有新標案，否則今年基站量已滿足。
- **維持買進評等**：隨著伺服器新客戶加入且產品組合較佳，毛利率可望朝 15%邁進，2020 年 EPS 由 4.2 元上修至 4.48 元，目標價 58 元 (13X2020EPS)，維持買進評等。

Exhibit 1: 營收及營收 YOY



Sources: Masterlink

奇鋐為國內散熱廠商，積極調整產品組合提升毛利率

奇鋐為國內最大營收規模散熱廠商，產品包括風扇、散熱模組、石墨片、機殼、觸控模組及相機模組，應用產品包括 DT、NT、Server、基地台、手機等。客戶結構前三大為聯想、華為、Apple、Dell 及 Cisco 等。早期協助聯想進行 DT 產品 COST DOWN 培養良好合作夥伴關係，因此衍生投資觸控事業及相機模組鏡頭主要均提供給聯想，惟產品成效不彰 2016 年結束觸控模組事業。公司前五大客戶聯想、華為、蘋果、Dell 及 Cisco 占比 60%。

Exhibit 2: 產品組合

產品	2Q20	YOY	毛利率	產品	客戶
3C散熱	24%	36%	18%	Surface	微軟、中興、華為
散熱 通訊風扇	19%	60%	25-35%	基地台散熱風扇	華為、Cisco、易利信
伺服器及資料中心	12%	34%	10%-15%	散熱模組、石墨散熱	iMac、Macbook、Phone
其他	1%	-42%			
系統組裝 PC/AIO	25%	-16%	低個位數	機殼	聯想、Dell、NEC、HP
通訊產品	2%	2%	1%	AIO、DT、Server	華為
伺服器及資料中心	7%	67%			華為
週邊產品 攝相機、攝相機及轉軸	10%	82%	低於平均	NB相機模組	聯想、魅族

Sources : Masterlink

2Q 規模經濟及產品組合帶動營業利益率表現優於預期

2Q 營收 116.05 億元，QoQ+55%，受惠規模經濟、機殼及系統組裝毛利率提升，毛利率成長 2.4%至 14.3%，差旅費減少，營業費用率下降，營業利益率成長 4.8%至 8.2%，營業利益 9.52 億元，YOY+361%，業外主要為設備打消 1 億，稅後獲利 5.67 億元，YOY+145%，EPS 1.61 元優於預估 EPS 1.49 元。

Exhibit 3: 獲利預估差異表

奇鋐(3017)							
unit:NT\$mn	1Q20	2Q20	2Q20(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	7,487	11,605	11,600	55%	22%	0%	16%
Margin%	11.9%	14.3%	13.1%				
Operating Profit	258	952	710	268%	361%	34%	199%
Operating Margin	3.4%	8.2%	6.1%				
Total non-ope inc.	67	(86)	(10)				
Pre-tax profit	325	866	700				
Net Profit	194	567	525	192%	145%	8%	59%
EPS	0.55	1.61	1.49				

Sources : Masterlink

3Q 毛利率可望維持高檔，EPS 1.2 元

3Q 伺服器、資料中心及機殼訂單佳，7 月營收 32.63 億元，MoM+6%，YoY+10%，但 4、5 月營收相對較高，3Q 營收 101 億元，QoQ-12.7%，YoY+2%，雖然營收規模下降，但產品組合佳，毛利率可望維持高檔，稅後獲利 4.24 億元，YoY+64%，EPS 1.2 元。

針對公司各產品線動能說明如下：

伺服器產品持續有新客戶加入

1. 伺服器及資料中心方面：公司產品出貨包括伺服器外殼、VC、風扇的產品，此生產線已開始獲利，客戶包括美國 A 客戶、微軟、Google 客戶訂單，預期下半年會有伺伺伺服器機殼新客戶阿里訂單，預期 2021 年會有新騰訊、百度及 FB 客戶訂單，因此預期這塊業務可望持續成長至明年。伺服品機殼組裝訂單 1H19 時毛利率為負，2Q20 已提為 0%~5%，因此帶動獲利提升。

通訊基地台動能減緩

2. 通訊基地：1H20 占比 19%，YOY+53%，奇鋌主要出貨基站 AAU，世界前五大廠商均是奇鋌客戶，公司基站相關產品包括 VC 均熱片、散熱片、散熱模組及風機盒，其中風扇產品可以自動化生產。但針對 AAU 公司產能滿了就不會再多接單，係因價格競爭下跌幅度快，因此也不會針對這塊進行擴產，基站 AAU 散熱出貨量已開始減緩，待 4Q 才會再有新標案，否則今年基站量已滿足。

綜合上述 2H20~2021 年公司較明確成長動能來自通訊基站及伺服器相關產品，受惠持續有新客戶訂單加入，毛利率可望逐季成長方向前進，預估 2020 年營收 391 億元，YOY+7%，考量到 2Q 財報優於預期，EPS 由 4.2 元上修至 4.48 元。

維持評等

隨著伺服器新客戶加入且產品組合較佳，毛利率可望朝 15%邁進，2020 年 EPS 由 4.2 元上修至 4.48 元，目標價 58 元(13X2020EPS)，維持買進評等。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	27,109	29,067	36,534	39,125	
COGS	23,778	25,619	32,220	33,693	
Gross profit	3,331	3,447	4,314	5,431	
Operating expense	2,177	2,728	3,055	2,884	
Operating profit	1,154	719	1,259	2,548	
Total non-operate. Inc.	113	312	235	-49	
Pre-tax profit	1,267	1,031	1,494	2,498	
Total Net profit	939	730	973	1,671	
Minority	53	19	15	86	
Net Profit	887	711	958	1,585	
EPS (NT\$)	2.51	2.01	2.71	4.48	
Y/Y %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Sales	2.3	7.2	25.7	7.1	
Gross profit	(9.8)	3.5	25.2	25.9	
Operating profit	(19.7)	(37.7)	75.1	102.3	
Pre-tax profit	(1.1)	(18.6)	44.8	67.2	
Net profit	3.1	(19.8)	34.7	65.4	
EPS	3.1	(19.8)	34.7	65.4	
Margins %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Gross	12.3	11.9	11.8	13.9	
Operating	4.3	2.5	3.4	6.5	
EBITDA	7.8	6.6	6.5	8.4	
Pre-tax	4.7	3.5	4.1	6.4	
Net	3.3	2.4	2.6	4.1	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	6,844	6,776	8,155	9,999	
Marketable securities	267	448	349	97	
A/R & N/R	6,383	5,405	7,450	9,781	
Inventory	5,081	7,555	8,265	6,712	
Others	1,306	1,388	1,689	1,689	
Total current asset	19,881	21,572	25,908	28,278	
Long-term invest.	513	597	556	556	
Total fixed assets	5,802	6,409	6,712	8,212	
Total other assets	2,018	1,818	2,383	2,383	
Total assets	28,214	30,396	35,559	39,429	
Short-term Borrow	1,651	1,610	2,000	1,900	
A/P & N/P	9,725	10,604	12,857	13,161	
Other current liab.	3,649	4,090	5,729	11,621	
Total current liab.	15,025	16,304	20,586	26,683	
L-T borrow s	2,728	3,388	3,749	1,587	
Other L-T liab.	1,634	1,696	1,889	0	
Total liability.	19,387	21,388	26,225	28,270	
Common stocks	3,533	3,533	3,533	3,533	
Reserves	1,656	1,541	1,541	1,541	
Retain earnings	3,638	3,935	4,260	6,085	
Total Equity	8,827	9,009	9,334	11,158	
Total Liab. & Equity	28,214	30,396	35,559	39,429	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	7,487	11,605	10,134	9,899	
Gross profit	889	1,662	1,454	1,425	
Operating profit	258	952	689	648	
Total non-ope inc.	67	-86	-15	-15	
Pre-tax profit	325	866	674	633	
Net profit	194	567	424	399	
EPS	0.55	1.61	1.20	1.13	
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
Net sales	8.3	22.4	2.2	(3.2)	
Gross profit	5.4	73.6	31.4	1.4	
Operating profit	30.6	360.7	108.3	23.7	
Net profit	8.0	145.4	64.0	38.4	
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
Net sales	(26.8)	55.0	(12.7)	(2.3)	
Gross profit	(36.7)	87.0	(12.5)	(2.0)	
Operating profit	(50.7)	268.6	(27.6)	(5.9)	
Net profit	(32.6)	192.0	(25.2)	(6.0)	
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
Gross	11.9	14.3	14.4	14.4	
Operating	3.4	8.2	6.8	6.5	
Net	2.6	4.9	4.2	4.0	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	887	711	958	1,585	
Dep & Amort	738	723	726	745	
Investment income	-10	-10	-8	-14	
Changes in W/C	323	-617	-501	-474	
Other adjustment	-131	164	1,283	1,283	
Cash flow – ope.	1,806	971	2,458	3,124	
Capex	-786	-1,498	-1,598	-1,500	
Change in L-T inv.	0	-15	9	0	
Other adjustment	-733	24	-118	50	
Cash flow –inve.	-1,519	-1,489	-1,707	-1,450	
Free cash flow	1,020	-527	860	1,624	
Inc. (Dec.) debt	-113	1,009	1,231	-100	
Cash dividend	-424	-459	-353	240	
Other adjustment	100	-15	-9	0	
Cash flow –Fin.	-436	534	868	140	
Exchange influence	-309	-85	-240	30	
Change in Cash	-459	-68	1,379	1,844	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
ROA	3.18	2.43	2.90	4.23	
ROE	10.17	7.98	10.45	15.46	

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.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (107)金管投顧新字第 026 號

Page 4 of 4