

## 5434.TT 崇越

## 1H23 營運動能稍有減弱

## 公司簡介

崇越成立於 1990 年，為半導體製程材料通路商，主要代理信越(4063 JP)的光阻液、矽晶圓，以及 Fujimi 的研磨液，客戶涵蓋國內外半導體、光電、資訊電子產業等。

## 投資評等/目標價

## 重點摘要

區間操作 175~210

【前次投資建議】買進，195

【大盤指數/股價】15915 / 188

## 近一年個股及大盤報酬率



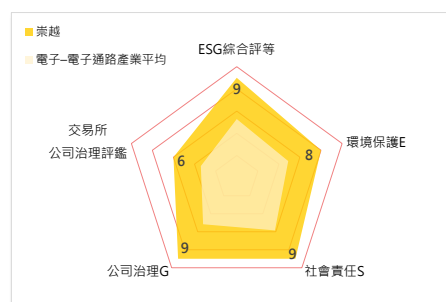
## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	182
市值(百萬元)	34,160
3M 平均日成交值(百萬元)	68
外資持股率(%)	31.52
投信持股率(%)	1.46
董監持股率(%)	10.26

## 重點財報解析

百萬元	FY21	FY22	FY23F
營業收入	42,669	52,978	57,663
營業利益	2,552	3,230	3,613
母公司本期淨利	2,294	3,018	3,058
EPS(元)	12.63	16.61	16.83
每股現金股利(元)	8.80	10.00	11.11
每股淨值(元)	63.82	71.32	78.50
本益比(x)	12.67	11.32	11.17
本淨比(x)	2.51	2.64	2.39
殖利率(%)	5.50	5.32	5.91

## 環境、社會與治理(ESG)



## ► 預期 1H23 營運動能稍有減弱

崇越 01~02/2023 營收 82.5 億元、YoY+2.8%，略低於國票預期，主要係因矽晶圓延續 2022 年底調整態勢，營運動能稍有減弱。崇越表示矽晶圓業務仍以先前簽訂之 LTA 進行，儘管部分客戶出現遞延一季拉貨的情形，2023 年仍將維持原先合約內容，加上崇越矽晶圓以 12 吋為主，且過往並未出現過違約的情況，國票依此預期市場景氣不佳的影響相對有限，並維持崇越矽晶圓業務在原廠產能尚未開出下(預計 2024 年開出)，主要成長動能將來自 2023 年初新合約 20% 的調漲。

光阻液部分，市場供不應求的狀況已於 4Q22 出現緩解，2022 年底合約價格並未如國票預期進行調漲，1Q23 市場供需已處於平衡的狀態。國票考量崇越光阻液銷售以先進製程為主，且部分訂單具有合約保護，預期光阻液業務雖在 1Q23 銷售動能較為疲弱，然 2Q23 有望逐漸恢復成長態勢，預估 2023 年仍可達到中個位數的增長。

環保工程方面，受惠於晶圓代工、記憶體產能的擴建及公共工程業務帶動，以及中國政府大力扶植半導體產業，目前在手訂單已達 65~70 億元，且除了上述相關新建工程需求外，公司亦積極接洽其他海外工程包含聯電新加坡廠及馬來西亞地區的工程，國票預估環保工程業務 2023 年有望達中高個位數至雙位數成長。

## ► 調降至區間操作評等，區間價位 175~210 元

綜合以上，國票預估崇越 2023 年營收 576.6 億元、YoY+8.8%，毛利率 12.4%，稅後淨利為 30.6 億元、YoY+1.3%，稅後 EPS 為 16.83 元。評價上考量公司營運面臨全球經濟景氣不佳、半導體庫存調整因素干擾，1H23 營運動能稍有減弱，且目前股息殖利率 5.3%，低於近 3 年平均殖利率 6.4%(以 3/24 收盤價 188 元計算)，國票認為崇越雖然長期發展正向，惟短期動能略有不足，故以近 3 年 PE 區間 6x~13x 中偏上緣評價，並將評等調降至區間操作，區間價位為 175~210 元 (2023F PE 10x~12x)。

#### 4Q22 稅後 EPS 3.11 元、YoY-10.6%

崇越 4Q22 營收 133.7 億元、QoQ-3%、YoY+13.7%，毛利率 12%，稅後淨利 565.1 億元、QoQ-36.7%、YoY-10.8%，稅後 EPS 3.11 元。其中產品別營收比重為光阻液佔 38%、上海崇越佔 24%、台灣矽晶圓佔 1%、環保工程佔 17%、其他電子材料佔 16%、其他佔 4%。4Q22 半導體材料步入淡季營運降溫，不過受環保工程(YoY+60.6%)及台灣矽晶圓(YoY+46.5%)帶動，公司營收維持高檔。惟 4Q22 毛利率因環保工程個案的毛利率不如預期，加上產品組合差異，整體毛利率較去年同期下降 77bps 至 12%，營益率因此較去年同期下降 54bps 為 5.7%，稅後 EPS 為 3.11 元，低於國票預期。

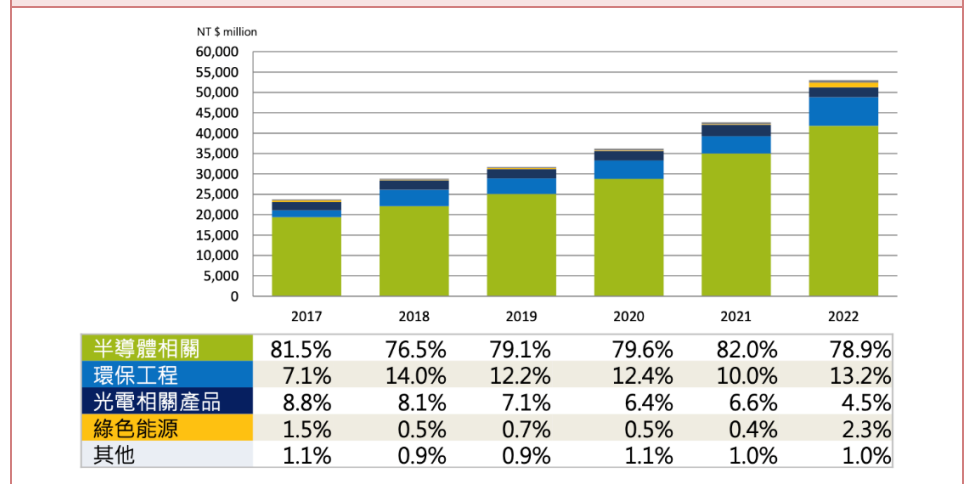
表 1：崇越 4Q22 獲利預估比較

	財報數字 (百萬元)	YoY (%)	前次預估 (百萬元)	差異 (%)
營業收入	13,377	13.69	13,261	0.01
營業毛利	1,601	6.84	1,690	-0.05
營業利益	759	3.81	839	-0.10
歸屬母公司稅後淨利	565	-10.76	748	-0.24
EPS (元)	3.11	-10.76	4.12	-0.24
<b>重要比率</b>				
毛利率	11.97	-0.77 ppts	12.75	-0.77 ppts
營業利益率	5.67	-0.54 ppts	6.33	-0.66 ppts
稅後淨利率	4.22	-1.16 ppts	5.64	-1.42 ppts

資料來源：國票投顧

圖 1：2017~2022 年產品營收比重

單位：百萬、%



資料來源：崇越

#### 預期 1H23 營運動能稍有減弱

崇越 01~02/2023 營收 82.5 億元、YoY+2.8%，略低於國票預期，主要係因矽晶圓延續 2022 年底調整態勢，營運動能稍有減弱。崇越表示矽晶圓業務仍以先前簽訂之 LTA 進行，儘管部分客戶出現遞延一季拉貨的情形，2023 年仍將維持原先合約內容，加上崇越矽晶圓以 12 吋為主，且過往並未出現過違約的情況，因此國票預期市場景氣不佳的影響相對有限，並維持崇越矽晶圓業務在原廠產能尚未開出下(預計 2024 年開出)，主要成長動能將來自 2023 年初新合約 20%的調漲。

光阻液部分，市場供不應求的狀況已於 4Q22 出現緩解，2022 年底合約價格並未如國票預期進行調漲，1Q23 市場供需已處於平衡的狀態。國票考量崇越光阻液銷售以先進製程為主，且部分訂單具有合約保護，預期光阻液業務雖在 1Q23 銷售動能較為疲弱，然 2Q23 有望逐漸恢復成長態勢，預估 2023 年仍可達到中個位數的增長。

環保工程方面，受惠於晶圓代工、記憶體產能的擴建及公共工程業務帶動，以及中國政府大力扶植半導體產業，目前在手訂單已達 65~70 億元，且除了上述相關新建工程需求外，公司亦積極接洽其他海外工程包含聯電新加坡廠及馬來西亞地區的工程，國票預估環保工程業務 2023 年有望達中高個位數至雙位數成長。

### 調降至區間操作評等，區間價位 175~210 元

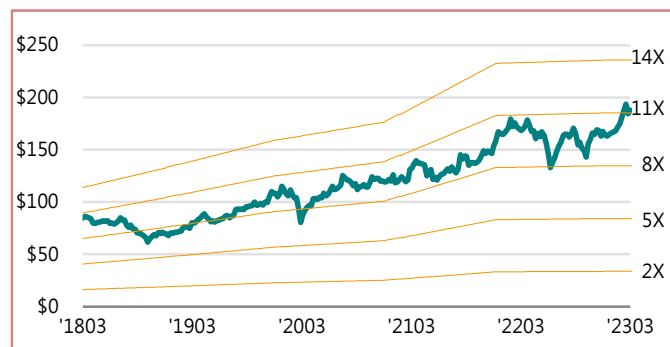
綜合以上，國票預估崇越 2023 年營收 576.6 億元、YoY+8.8%，毛利率 12.4%，稅後淨利為 30.6 億元、YoY+1.3%，稅後 EPS 為 16.83 元。評價上考量公司營運面臨全球經濟景氣不佳、半導體庫存調整因素干擾，1H23 營運動能稍有減弱，且目前股息殖利率 5.3%，低於近 3 年平均殖利率 6.4% (以 3/24 收盤價 188 元計算)，國票認為崇越雖然長期發展正向，惟短期動能略有不足，故以近 3 年 PE 區間 6~13x 中偏上緣評價，並將評等調降至區間操作，區間價位為 175~210 元 (2023F PE 10x~12x)。

表 2：崇越 2023 年獲利預估比較

	最新預估 (百萬元)	YoY (%)	前次預估 (百萬元)	差異 (%)
營業收入	57,663	8.84	57,580	0.00
營業毛利	7,151	9.59	7,165	0.00
營業利益	3,613	11.88	3,569	0.01
歸屬母公司稅後淨利	3,058	1.33	3,074	-0.01
EPS (元)	16.83	1.33	16.92	-0.01
<b>重要比率</b>				
毛利率	12.4	+0.08 ppts	12.4	-0.04 ppts
營業利益率	6.27	+0.17 ppts	6.20	+0.07 ppts
稅後淨利率	5.30	-0.39 ppts	5.34	-0.04 ppts

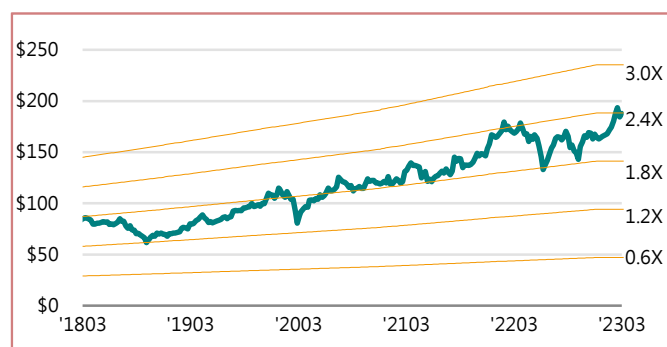
資料來源：國票投顧

崇越未來 12 個月 P/E 區間



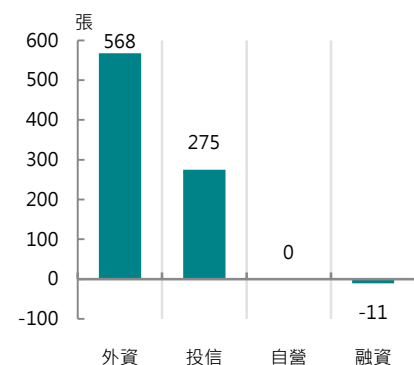
資料來源：國票投顧

崇越未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
郭智輝	4.04
嘉品投資開發(股)賴杉桂	3.84
渣打富達低價	3.25
謝金言	2.69
新光人壽保險(股)	2.59
張潔方	1.58
中華郵政(股)	1.56
中信銀崇越科	1.31
花旗託管挪威	1.26
摩根梵市場股	1.17

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
郭智輝	董事/其他	4.04
嘉品投資開發(股)賴杉桂	董事	3.84
潘重良	董事長	0.83
張佩芬	董事	0.66
曾海華	董事/總經理	0.57
李正榮	董事/總經理	0.33
孫碧娟	獨立董事	0
陳林森	獨立董事	0
鄭仁偉	獨立董事	0
賴杉桂	法人代表(董事)	0

資料來源：TEJ

5434 崇越 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q1

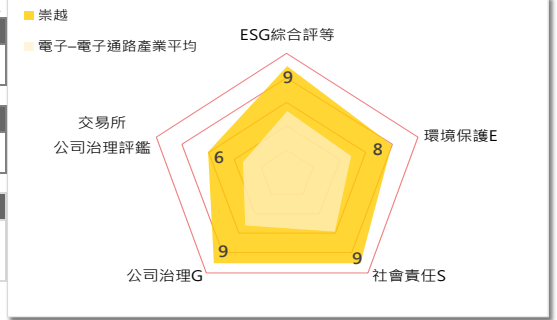
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
8	9	9	<a href="https://csr.topco-global.com/esg-reports/">https://csr.topco-global.com/esg-reports/</a>

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
電子-電子通路	35	2	是	

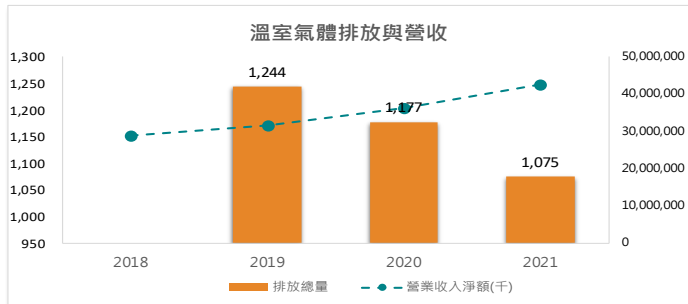
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量減少8.67%，營收增加17.97%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	1,075	334	741
2020	1,177	386	792
2019	1,244	413	813
2018	未揭露	-	-

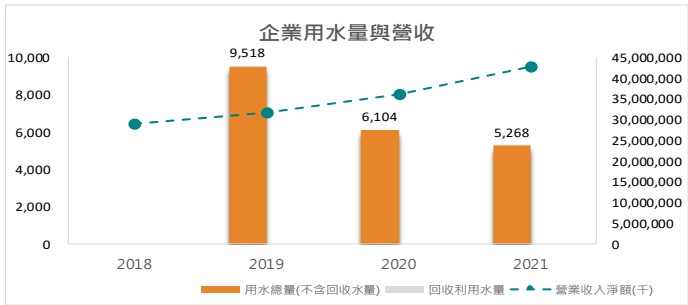
\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量減少13.7%，營收增加17.97%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	5,268	-	-
2020	6,104	-	-
2019	9,518	-	-
2018	未揭露	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

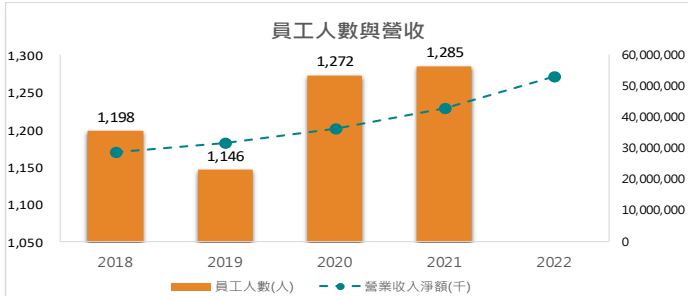
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

\*排水量：排放的汙水總量

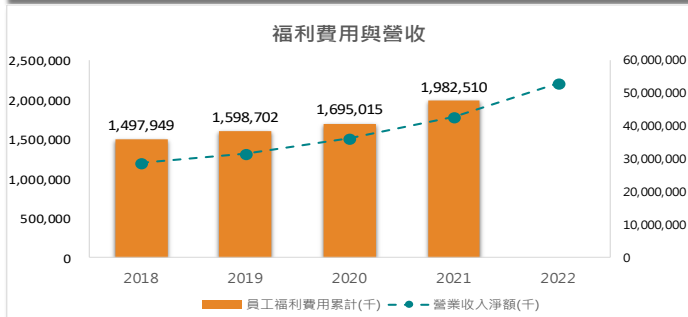
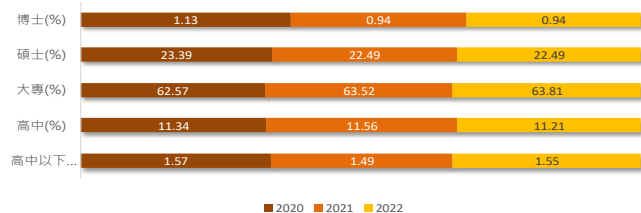
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

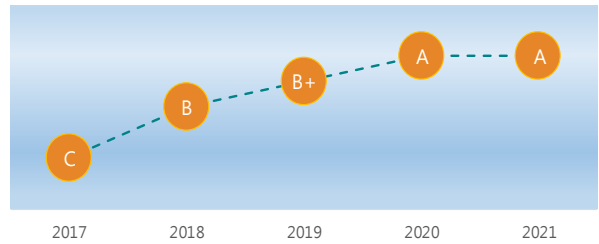
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	21%至35%	B+	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	36%至50%	B	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	66%至80%	C	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



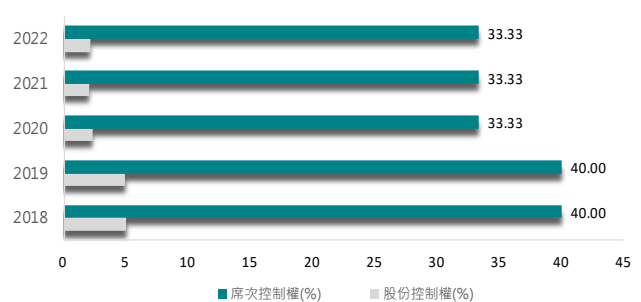
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	★
公司治理委員會	★	永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2022/6/29

違反法條：

毒性及關注化學物質管理法第38條第2項、毒性及關注化學物質聯防組織設立計畫作業辦法第3條

違反內容：

未加入或組設聯防組織。(運作人未組設全國性聯防組織執行毒性化學物質?崁跨越二直轄市、縣(市)委託運送[苗栗縣至新北市])(違規次數加權C=1)

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。

企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。

依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。

舉例。去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22	FY23F
營業收入	12,583	13,225	13,793	13,377	12,594	13,643	15,179	16,247	42,669	52,978	57,663
營業毛利	1,461	1,622	1,840	1,601	1,512	1,680	1,969	1,990	5,212	6,525	7,151
營業費用	747	844	862	843	805	905	915	913	2,661	3,296	3,538
營業利益	714	779	978	759	707	775	1,054	1,077	2,552	3,230	3,613
稅前淨利	916	1,188	1,229	908	850	913	1,189	1,209	3,040	4,242	4,161
本期淨利(NI)	678	915	907	575	638	684	892	907	2,301	3,075	3,121
淨利歸屬於_母公司業主	660	900	893	565	625	671	874	889	2,294	3,018	3,058
淨利歸屬於_非控制利益	18	14	14	10	13	14	18	18	7	57	62
每股盈餘_本期淨利	3.63	4.95	4.92	3.11	3.44	3.69	4.81	4.89	12.63	16.61	16.83
QoQ(%)											
營收淨額	6.94	5.11	4.29	-3.01	-5.86	8.33	11.26	7.04			
銷貨毛利	-2.50	11.01	13.42	-12.97	-5.58	11.09	17.21	1.09			
營業利益	-2.24	9.02	25.55	-22.42	-6.81	9.59	36.03	2.22			
稅後純益_母公司淨利	4.22	36.42	-0.78	-36.73	10.59	7.34	30.28	1.71			
YoY(%)											
營收淨額	31.99	27.40	25.52	13.69	0.09	3.16	10.05	21.45	17.97	24.16	8.84
銷貨毛利	33.13	27.06	37.43	6.84	3.46	3.54	7.00	24.30	21.08	25.19	9.59
營業利益	41.20	17.92	49.38	3.81	-1.04	-0.52	7.78	42.01	23.78	26.55	11.88
稅後純益_母公司淨利	45.23	46.78	50.49	-10.76	-5.30	-25.49	-2.16	57.29	10.93	31.56	1.33
各項比率											
營業毛利率	11.62	12.27	13.34	11.97	12.01	12.31	12.97	12.25	12.22	12.32	12.40
營業利益率	5.68	5.89	7.09	5.67	5.61	5.68	6.94	6.63	5.98	6.10	6.27
稅前淨利率	7.28	8.99	8.91	6.79	6.75	6.69	7.83	7.44	7.12	8.01	7.22
稅後淨利率	5.24	6.81	6.48	4.22	4.96	4.92	5.76	5.47	5.38	5.70	5.30

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY21	FY22	FY23F
現金及約當現金	3,752	4,300	4,803
流動金融資產	0	0	0
應收款項	8,011	8,894	10,373
存貨	3,336	5,291	4,711
其他流動資產	1,801	1,005	872
流動資產	16,897	20,592	21,840
非流動金融資產	3,057	3,516	3,516
採用權益法之投資	1,844	2,177	2,177
不動產、廠房與設備	3,506	3,644	3,668
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	1,500	1,478	1,441
資產總計	25,174	29,880	30,021
短期借款	1,453	755	499
流動金融負債	0	0	0
應付款項	8,550	10,473	10,233
其他流動負債	635	998	817
流動負債	11,510	14,149	11,548
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	748	1,315	1,638
其他非流動負債	664	748	2,256
負債總計	13,296	16,609	15,442
股本	1,817	1,817	1,895
資本公積	2,345	2,344	2,344
保留盈餘	6,605	8,042	9,268
其他權益	830	757	758
庫藏股	0	0	0
非控制權益	282	311	314
股東權益	11,879	13,271	14,579

資料來源：TEJ、國票投顧

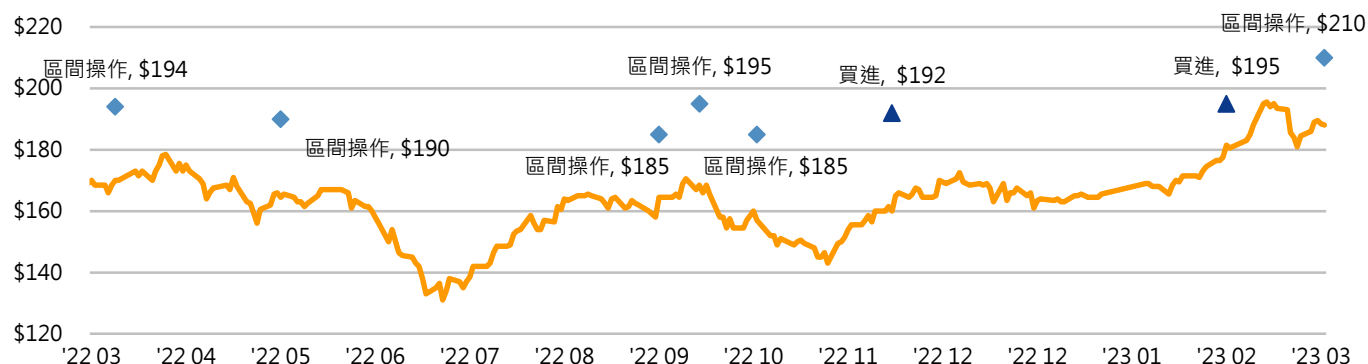
## 現金流量表

百萬元	FY21	FY22	FY23F
本期稅前淨利(淨損)	3,040	4,242	4,161
折舊攤提	338	383	381
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	-423	-542	-488
收取之利息	-24	-52	-21
收取之股利	297	309	247
營運資金增減	-275	-1,242	-930
支付之利息	-34	-53	-44
支付之所得稅	-511	-807	-1,040
其他	147	872	916
來自營運之現金流量	2,597	3,184	3,257
資本支出	-406	-369	-405
長投增減	36	-30	0
短投增減	0	-279	-223
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	-580	-198	-305
來自投資之現金流量	-949	-875	-933
自由現金流量	1,648	2,308	2,324
借款增(減)	320	-154	67
股利發放	-1,454	-1,599	-1,895
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	-104	-86	-86
來自融資之現金流量	-1,237	-1,838	-1,914
匯率調整	-30	78	94
本期產生之現金流量	380	548	504
期末現金及約當現金	3,752	4,300	4,803

資料來源：TEJ、國票投顧



### 崇越歷史投資建議走勢



### 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	56

### 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

### 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

### 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。