

## 南電 (8046 TT) Nan Ya PCB

漫漫長夜，靜待微光

持有-落後同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$170.0

收盤價 (2024/04/11)：NT\$199.5  
隱含漲幅：-14.8%

## 營收組成 (4Q23)

BT 28%、ABF 54%、PCB 18%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-落後同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	170.0	205.0
2024年營收 (NT\$/十億)	35.5	36.8
2024年EPS	3.2	5.4

## 交易資料表

市值	NT\$128,920百萬元
外資持股比例	8.6%
董監持股比例	67.0%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$72.82
負債比	32.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	64,647	42,253	35,457	46,267
營業利益	23,575	6,330	2,084	7,243
稅後純益	19,416	5,817	2,057	6,119
EPS (元)	30.05	9.00	3.18	9.47
EPS YoY (%)	83.5	-70.0	-64.6	197.5
本益比 (倍)	6.6	22.2	62.7	21.1
股價淨值比 (倍)	2.4	2.7	2.7	2.5
ROE (%)	41.2	12.1	4.4	11.7
現金殖利率 (%)	9.0%	2.3%	0.8%	2.4%
現金股利 (元)	18.00	4.50	1.59	4.73

張晏榮

Will.chang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

## 元大觀點

- 因 BT/ABF/PCB 均遭遇顯著逆風，致使稼動率持續下探，本中心預 1Q24 毛利率及營益率均將轉為虧損。
- AI PC 強力支撐 2Q24 ABF 載板營運表現，搭配 BT 及 PCB 自低基期復甦，預估 2Q24 整體營收將季增 15-20%。
- 因網通客戶庫存調整延續，維持「持有-落後同業」評等，以 2025 年 EPS 作為基礎，目標價係根據 18 倍本益比推得。

## 三大產品線均承壓，1Q24 本業預期將面臨虧損

受網通客戶庫存調整影響，3M24 雖部分 AI PC 載板訂單支撐營運，然整體 ABF 載板尚未擺脫疲態，預期 1Q24 此部份營收季減 24%；BT 載板受美系消費性客戶銷量疲軟影響，預估 1Q24 營收季減 21%；PCB 因遊戲機、美系筆電需求不振，加上車用板價格壓力顯現，預估 1Q24 營收季減 28%。合計 1Q24 營收 71.0 億，季減 24%，毛利率因稼動率持續下探，本中心預期將季減 12.2 個百分點至-1.3%，為自 1Q19 後首度虧損，營業利益-4.4 億，稅後淨利-2.5 億，皆盈轉虧，EPS -0.38 元，短期營運仍艱辛。

## 2Q24 自低基期復甦，預期營收將季增 15-20%

2Q24 受惠一美系客戶 AI PC 訂單挹注，預期 ABF 載板營收將睽違五季度重返季增(QoQ 10-15%)；BT 載板受惠記憶體需求穩健復甦，加上美系客戶手錶新品預期將改採 RCC 材料設計且新增光感測晶片，預期 2Q24 BT 載板季增約 20%；PCB 在日系客戶新款遊戲機積極備貨下，加上公司於 2Q24 開始出貨一美系客戶 AI Server 顯示應用電路板(HDI)，預期 2Q24 PCB 營收季增約 20%。整體而言，本中心預期 2Q24 營收將季增 17.2%至 83.2 億，毛利率季增 8.8 個百分點至 7.5%，EPS 0.49 元。

## 1H24 波動劇烈，2H24 逐步回溫

由於公司於美系網通客戶曝險較高(預估占整體營收約 10%)，因網通晶片較晚開始庫存調整，故預期公司復甦時程將落後於載板同業，1H24 營運將仍受其影響，2H24 隨庫存調整壓力緩和並搭配 800G 晶片放量帶動營運自谷底復甦。預估 2024 年營收將年減 16.1%至 354.6 億，毛利率年減 9.5 個百分點至 9.9%，營收及毛利率再次顯著衰退主因來自於 ABF 載板網通客戶於 1H24 積極調整庫存，營業利益 20.8 億，年減 67.1%，稅後淨利 20.6 億，年減 64.6%，EPS 3.18 元。

## 營運分析

### 三大產品線均承壓，1Q24 本業預期將面臨虧損

ABF 載板持續受美系網通客戶庫存調整影響，3M24 雖部分 AI PC 載板訂單支撐營運，然整體 ABF 載板尚未擺脫疲態，加上工作天數影響下，預期 1Q24 ABF 載板營收將季減 24%；BT 載板方面，受美系消費性客戶銷量疲軟影響，加上其採降價促銷策略，相關板廠供應商價量均承壓，預估 1Q24 BT 載板營收季減 21%；PCB 因遊戲機、美系筆電需求不振，加上車用板價格壓力顯現，預估 1Q24 PCB 營收將季減 28%。整體而言，1Q24 營收 71.0 億，季減 24%，毛利率因稼動率持續下探使固定成本壓力加劇，本中心預期將季減 12.2 個百分點至-1.3%，為自 1Q19 後首度虧損，營業利益-4.4 億，稅後淨利-2.5 億，QoQ 皆盈轉虧，EPS -0.38 元，短期營運仍艱辛。

圖 1：南電各季產品組合及營收變化

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Product Mix												
BT	30%	29%	30%	33%	30%	28%	28%	20%	17%	21%	25%	28%
ABF	46%	51%	50%	50%	55%	58%	57%	66%	70%	62%	55%	54%
PCB	24%	20%	20%	17%	15%	14%	15%	15%	14%	17%	20%	18%
QoQ												
BT	-1.2%	11.2%	16.9%	15.1%	-10.4%	-2.7%	13.2%	-27.9%	-40.2%	3.7%	18.7%	2.0%
ABF	1.0%	27.5%	10.8%	4.7%	8.4%	10.0%	11.3%	18.7%	-24.3%	-28.5%	-10.7%	-10.6%
PCB	-5.1%	-4.2%	13.0%	-11.0%	-13.0%	-2.7%	21.3%	0.9%	-34.7%	-1.0%	21.7%	-18.1%
Total	-1.2%	15.0%	13.0%	4.7%	-1.4%	4.3%	13.2%	3.0%	-28.9%	-19.5%	0.9%	-9.0%
YoY												
BT	41.9%	37.1%	30.0%	47.9%	34.1%	17.4%	13.7%	-28.8%	-52.5%	-49.4%	-46.9%	-24.9%
ABF	37.1%	34.5%	56.2%	49.4%	60.4%	38.3%	38.9%	57.5%	10.0%	-28.5%	-42.6%	-56.8%
PCB	31.6%	44.4%	3.3%	-8.6%	-16.2%	-14.9%	-8.6%	3.6%	-21.2%	-20.9%	-20.7%	-35.6%
Total	37.1%	37.1%	34.3%	34.5%	34.1%	21.6%	21.8%	19.8%	-13.6%	-33.3%	-40.5%	-47.4%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	12,581	9,311	7,101	-23.7%	-43.6%	7,124	7,303	-0.3%	-2.8%
營業毛利	3,718	1,016	-92	-	-	582	471	-	-
營業利益	3,165	690	-442	-	-	132	50	-	-
稅前利益	3,148	543	-314	-	-	246	225	-	-
稅後淨利	2,325	843	-245	-	-	192	163	-	-
調整後 EPS (元)	3.60	1.30	-0.38	-	-	0.30	0.25	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	29.6%	10.9%	-1.3%	-12.2	-30.9	8.2%	6.4%	-9.5	-7.7
營業利益率	25.2%	7.4%	-6.2%	-13.6	-31.4	1.9%	0.7%	-8.1	-6.9
稅後純益率	18.5%	9.1%	-3.4%	-12.5	-21.9	2.7%	2.2%	-6.1	-5.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2Q24 自低基期復甦，預期營收將季增 15-20%

2Q24 ABF 載板雖仍未擺脫網通產品庫存調整，然受惠一美系客戶 AI PC 訂單挹注，預期 ABF 載板營收將睽違五季度重返季增(QoQ 10-15%)；BT 載板方面，受惠記憶體需求穩健復甦，加上美系客戶手錶新品預期將改採 RCC 材料設計且新增光感測晶片，搭配工作天數增加下，預期 2Q24 BT 載板將季增約 20%；PCB 受惠美系平板及車用相關板材量能提升，且在日系客戶新款遊戲機積極備貨下，加上公司於 2Q24 開始出貨一美系客戶 AI Server 顯示應用電路板(HDI)，預期 2Q24 PCB 營收將季增約 20%。整體而言，本中心預期 2Q24 營收將季增 17.2%至 83.2 億，下修 0.7%，毛利率季增 8.8 個百分點至 7.5%，下修 5.8 個百分點，營業利益 2.7 億，稅後淨利 3.2 億，QoQ 皆由虧轉盈，EPS 0.49 元，下修 47.6%。

圖 3：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	10,134	7,101	8,321	17.2%	-17.9%	8,382	8,755	-0.7%	-5.0%
營業毛利	1,922	-92	625	-	-67.5%	1,113	1,220	-43.9%	-48.8%
營業利益	1,444	-442	273	-	-81.1%	661	692	-58.8%	-60.6%
稅前利益	1,973	-314	410	-	-79.2%	782	931	-47.6%	-56.0%
稅後淨利	1,573	-245	319	-	-79.7%	608	632	-47.6%	-49.6%
調整後 EPS (元)	2.43	-0.38	0.49	-	-79.7%	0.94	0.98	-47.6%	-49.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	19.0%	-1.3%	7.5%	8.8	-11.5	13.3%	13.9%	-5.8	-6.4
營業利益率	14.3%	-6.2%	3.3%	9.5	-11.0	7.9%	7.9%	-4.6	-4.6
稅後純益率	15.5%	-3.4%	3.8%	7.3	-11.7	7.3%	7.2%	-3.4	-3.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1H24 波動劇烈，2H24 逐步回溫

全球 ABF 載板三大美系客戶庫存仍持續緩步去化中，原先預期 2024 年 Regular Server 將可受惠四大 CSP 業者上修資本支出，然 1H24 排擠效應仍持續發酵，後續靜待 2H24 載板產業全面復甦。除傳統兩大應用 PC 及 Regular Server 外，受惠 AI Server 翻倍成長下，ABF 載板市場規模已成功拓展，預期 2024 年 AI Server 相關載板所需面積占全球 ABF 載板需求已達 5-10%(在不考慮良率狀況下)，同時，因 AI 晶片龍頭廠商新款 GPU 產品載板面積明顯擴大，預期 AI ABF 需求將隨之顯著提升，帶動 AI Server 於 2025 年占比進一步提升至 15-20%，已然成為除 PC 及 Regular Server 外第三大應用。南電目前於 AI Server 布局主要針對 ASIC 陣營，後續有望於 2H24 以二供之姿切入一美系客戶 AI GPU 載板供應鏈。整體而言，由於公司於美系網通客戶曝顯較高(預估占整體營收約 10%)，因網通晶片較晚開始庫存調整，故預期公司復甦時程將落後於載板同業，1H24 營運將仍受其影響，2H24 隨庫存調整壓力緩和並搭配 800G 晶片放量帶動營運自谷底復甦。

本中心預估 2024 年營收將年減 16.1%至 354.6 億，毛利率年減 9.5 個百分點至 9.9%，營收及毛利率再次顯著衰退主因來自於 ABF 載板網通客戶於 1H24 積極調整庫存，致使固定成本壓力加劇，營業費用在積極調控下，預期單季將由 4-5 億縮減至 3-4 億水準，2024 年營業利益預估 20.8 億，年減 67.1%，稅後淨利 20.6 億，年減 64.6%，EPS 3.18 元。

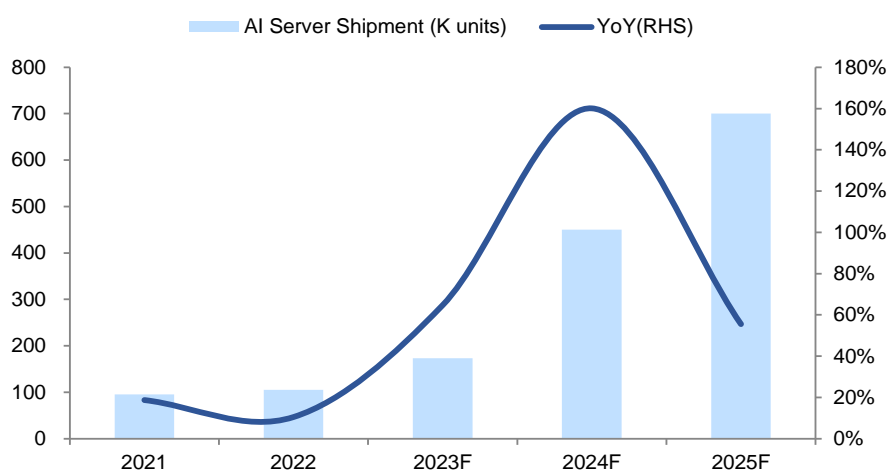
### 2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

美國四大 CSP 業者於 CY4Q23 法說會中表示，未來資本支出將會持續提升，主要用於伺服器、AI 伺服器及擴大資料中心建設。本季度，Microsoft 的資本支出季減 2%、年增 55%，主要用於雲端服務需求及 AI 基礎設施投資，未來資本支出將有顯著的季成長以因應 AI 大趨勢；Google 的資本支出季增 37%、年增 45%，主要用於基礎設施投資，其中最大的應用為伺服器，其次為資料中心，預計今年的資本支出會顯著高於 2023 年；Amazon 的資本支出季增 17%、年減 12%，展望 2024 年，由於 AI 及大型語言模型的投資，資本支出將呈現年增態勢；Meta 的資本支出季增 17%、年減 15%，資本支出增長是由於通用型伺服器、AI 伺服器以及資料中心的投資增加。

### 美晶片禁令加速中國自研晶片生產，2024 年 AI 伺服器出貨量至 45 萬台

美國商務部先前公佈最新出口大陸晶片管制條例，相關 GPU 包括 A100/A800/H100/H800/L40S 等高階 AI 應用晶片皆需要事先取得美國政府許可後才可出貨，原預定將有 30 天的緩衝期，但美國政府已改成即刻生效恐影響未來 AI 產業發展。根據調查，儘管無法在短期內增加 GPU 庫存，但中國業者仍有約兩個季度庫存量，且相關 AI 伺服器生產基地位於中國境內，因此短期並不受晶片禁令衝擊，預計庫存將可用至 2H24，但長期將對中國雲端業者業務比重較高的零組件廠及組裝廠有負面影響。本中心原先預估百度、騰訊、阿里巴巴等中國業者於 2024 年的 AI 伺服器需求為 4-5 萬台，不過受惠於中國自研晶片 2Q24 將會問世，預估今年主要出貨給中系 CSP 業者約 2,000-3,000 台，短期而言中國業者的 AI 伺服器拉貨動能將放緩，但長線而言中國自研 GPU 伺服器出貨量將大幅提升，預估 2024 年全球 AI 伺服器出貨量約 45 萬台，其中 Nvidia 伺服器約 40 萬台、AMD 伺服器約 4.7 萬台、中國伺服器約 0.3 萬台。

圖 4：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

## 獲利調整與股票評價

### 維持南電「持有-落後同業」投資評等，目標價 170 元

本中心此次分別下修 2024/25 年營收 3.7%/7.2%及 EPS 41.3%/17.7%，主因美系网通客戶庫存調整延續，ABF 載板線稼動率疲軟，致使毛利率大幅低於預期。

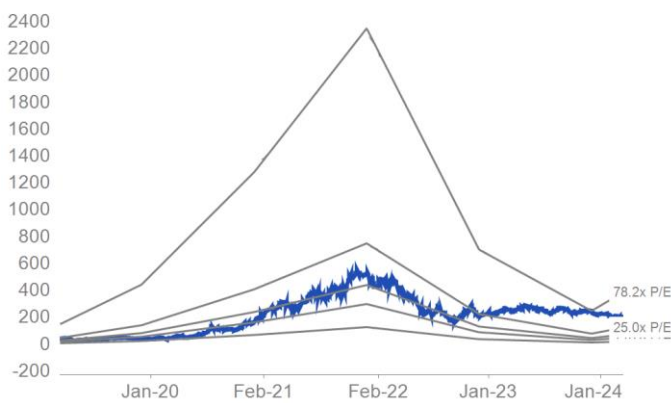
評價方面，過往三年南電本益比交易區間介於 6-36 倍，基本面雖將即將走出谷底，然因庫存調整時間較原先預期延長，短期尚未見明確復甦訊號，且南電復甦時程將落後於載板同業，故維持「持有-落後同業」投資評等，以 2025 年作為評價基礎，給予 18 倍本益比，推得目標價 170 元。

圖 5：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	35,457	36,827	46,267	49,870	-3.7%	-7.2%
營業毛利	3,492	5,815	8,784	10,874	-39.9%	-19.2%
營業利益	2,084	4,008	7,243	9,044	-48.0%	-19.9%
稅前利益	2,639	4,493	7,853	9,543	-41.3%	-17.7%
稅後淨利	2,057	3,501	6,119	7,435	-41.2%	-17.7%
調整後 EPS (元)	3.18	5.42	9.47	11.51	-41.3%	-17.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	9.9%	15.8%	19.0%	21.8%	-5.9	-2.8
營業利益率	5.9%	10.9%	15.7%	18.1%	-5.0	-2.5
稅後純益率	5.8%	9.5%	13.2%	14.9%	-3.7	-1.7

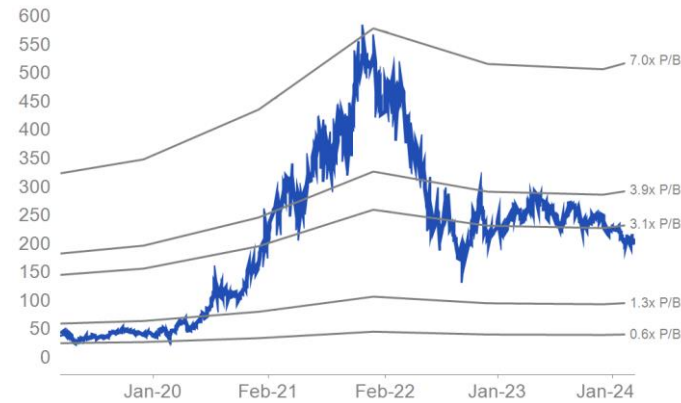
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 7：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 8：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘 成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
南電	8046 TT	持有-落後同業	199.5	4,028	30.05	9.00	3.18	6.6	22.2	62.7	83.5	(70.0)	(64.6)
IC 載板同業													
景碩	3189 TT	持有-落後同業	101.0	1,451	11.8	14.1	18.9	8.6	7.2	5.3	43.5	19.5	34.2
欣興	3037 TT	買進	192.5	8,349	11.8	11.7	16.1	16.3	16.5	12.0	5.8	(1.0)	37.8
Shinko	6967.T	未評等	5590.0	4,953	420.5	198.1	296.4	13.3	28.2	18.9	7.9	(52.9)	49.7
Ibiden	4062.T	未評等	6189.0	6,897	348.1	259.2	333.3	17.8	23.9	18.6	17.9	(25.5)	28.6
SEMCO	009150.KS	未評等	156500.0	7,845	13378.9	6418.4	8332.7	11.7	24.4	18.8	(4.8)	(52.0)	29.8
AT&S	ATSV.VI	未評等	18.9	868	3.2	0	2.7	6.0	0	7.0	32.0	0	0
IC 載板同業平均					2362.4	1150.2	1500.0	12.3	16.7	13.4	17.1	(18.7)	30.0
國內同業													
華通	2313 TT	買進	80.2	2,625	2.9	2.5	5.7	27.3	31.8	14.2	(36.5)	(14.4)	124.2
台郡	6269 TT	持有-落後同業	92.8	881	4.0	1.6	2.4	23.0	58.4	38.4	33.4	(60.7)	52.2
臻鼎-KY	4958 TT	買進	117.5	3,083	1.7	1.7	2.7	68.8	71.2	44.3	(6.3)	(3.4)	60.6
健鼎	3044 TT	買進	201.5	3,011	10.6	12.4	14.0	18.9	16.3	14.4	36.0	16.2	13.6
國內同業平均					4.8	4.5	6.2	34.5	44.4	27.8	6.7	(15.6)	62.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 9：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
南電	8046 TT	持有-落後同業	199.5	4,028	41.2	12.1	4.4	83.14	74.14	72.82	2.4	2.7	2.7
IC 載板同業													
景碩	3189 TT	持有-落後同業	101.0	1,451	29.3	24.3	28.0	43.9	57.9	67.5	2.3	1.7	1.5
欣興	3037 TT	買進	192.5	8,349	15.4	13.6	17.0	80.2	85.8	94.5	2.4	2.2	2.0
Shinko	6967.T	未評等	5590.0	4,953	24.9	10.5	14.0	1904.4	1997.2	2251.3	2.9	2.8	2.5
Ibiden	4062.T	未評等	6189.0	6,897	12.7	8.6	10.4	2905.1	3175.8	3390.8	2.1	2.0	1.8
SEMCO	009150.KS	未評等	156500.0	7,845	13.6	6.4	7.8	103702.2	102395.9	109261.2	1.5	1.5	1.4
AT&S	ATSV.VI	未評等	18.9	868	13.2	3.8	13.7	24.4	21.8	24.8	0.8	0.9	0.8
IC 載板同業平均					18.2	11.2	15.2	18110.0	17955.7	19181.7	2.0	1.9	1.7
國內同業													
華通	2313 TT	買進	80.2	2,625	17.1	14.9	27.7	16.7	16.9	20.4	4.8	4.8	3.9
台郡	6269 TT	持有-落後同業	92.8	881	22.5	8.4	11.9	18.9	19.0	20.4	4.9	4.9	4.6
臻鼎-KY	4958 TT	買進	117.5	3,083	10.5	10.6	15.9	16.6	15.6	16.7	7.1	7.5	7.0
健鼎	3044 TT	買進	201.5	3,011	33.7	32.3	31.8	33.3	38.2	44.1	6.1	5.3	4.6
國內同業平均					21.0	16.6	21.8	21.4	22.4	25.4	5.7	5.6	5.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。



圖 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	12,581	10,134	10,227	9,311	7,101	8,321	9,862	10,174	42,253	35,457
銷貨成本	(8,863)	(8,211)	(8,706)	(8,295)	(7,193)	(7,696)	(8,510)	(8,566)	(34,075)	(31,965)
營業毛利	3,718	1,922	1,521	1,016	(92)	625	1,351	1,608	8,177	3,492
營業費用	(553)	(478)	(490)	(326)	(350)	(352)	(354)	(352)	(1,847)	(1,408)
營業利益	3,165	1,444	1,031	690	(442)	273	997	1,256	6,330	2,084
業外利益	(17)	529	412	(148)	128	137	143	147	777	555
稅前純益	3,148	1,973	1,443	543	(314)	410	1,140	1,403	7,107	2,639
所得稅費用	(823)	(400)	(367)	301	69	(91)	(252)	(309)	(1,290)	(582)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	2,325	1,573	1,076	843	(245)	319	888	1,094	5,817	2,057
調整後每股盈餘(NT\$)	3.60	2.43	1.66	0	(0.38)	0.49	1.37	1.69	9.00	3.18
調整後加權平均股數(百萬股)	646	646	646	646	646	646	646	646	646	646
重要比率										
營業毛利率	29.6%	19.0%	14.9%	10.9%	-1.3%	7.5%	13.7%	15.8%	19.4%	9.9%
營業利益率	25.2%	14.3%	10.1%	7.4%	-6.2%	3.3%	10.1%	12.3%	15.0%	5.9%
稅前純益率	25.0%	19.5%	14.1%	5.8%	-4.4%	4.9%	11.6%	13.8%	16.8%	7.4%
稅後純益率	18.5%	15.5%	10.5%	9.1%	-3.4%	3.8%	9.0%	10.8%	13.8%	5.8%
有效所得稅率	26.1%	20.3%	25.5%	-55.4%	--	22.2%	22.1%	22.0%	18.2%	22.1%
季增率(%)										
營業收入	-28.9%	-19.5%	0.9%	-9.0%	-23.7%	17.2%	18.5%	3.2%		
營業利益	-54.5%	-54.4%	-28.6%	-33.0%	--	--	265.2%	26.0%		
稅後純益	-54.8%	-32.4%	-31.6%	-21.6%	--	--	178.4%	23.2%		
調整後每股盈餘	-54.8%	-32.5%	-31.7%	-100.0%	--	--	178.6%	23.2%		
年增率(%)										
營業收入	-13.6%	-33.3%	-40.5%	-47.4%	-43.6%	-17.9%	-3.6%	9.3%	-34.6%	-16.1%
營業利益	-33.9%	-73.2%	-84.0%	-90.1%	--	-81.1%	-3.3%	82.0%	-73.1%	-67.1%
稅後純益	-40.1%	-67.7%	-80.5%	-83.6%	--	-79.7%	-17.4%	29.7%	-70.0%	-64.6%
調整後每股盈餘	-40.1%	-67.7%	-80.6%	-100.0%	--	-79.7%	-17.2%	--	-70.0%	-64.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。



## 公司簡介

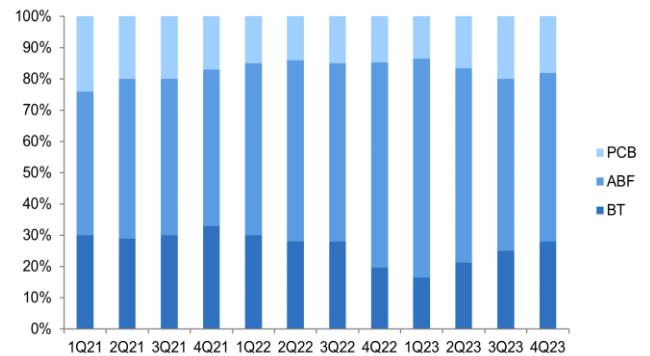
南亞電路板股份有限公司主要生產一般印刷電路板業務、高階印刷電路板及 IC 載板的生產、製造、研發業務。主力客戶皆為美、日、歐等世界級電腦、通訊、網路、消費性電子及汽車零件大廠，2021 年產品銷售區域分布為台灣 36.4%，中國大陸 43.9%，韓國 5.1%及其他 14.6%。公司近期受惠人工智慧、高效運算、5G 網通、雲端運算等需求增長，持續開發更高精度、高附加價值的 IC 載板業務。公司本身為台塑集團相關企業，相較同業有較優垂直整合布局，掌握上游基板與原物料供應，為公司一大優勢。

圖 11：個股 benchmark



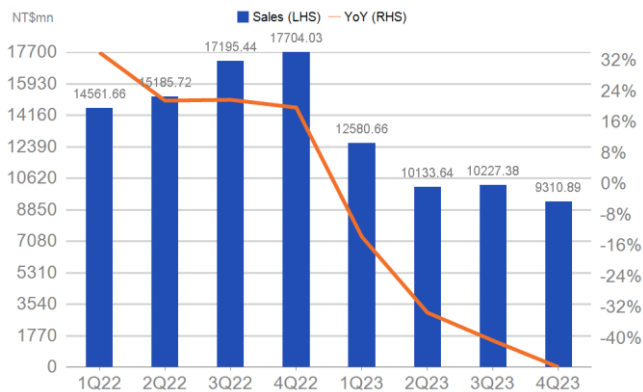
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



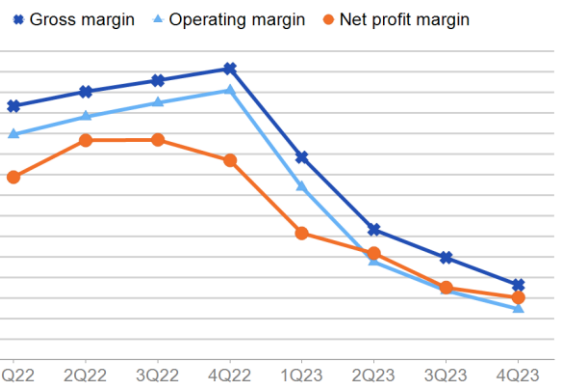
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



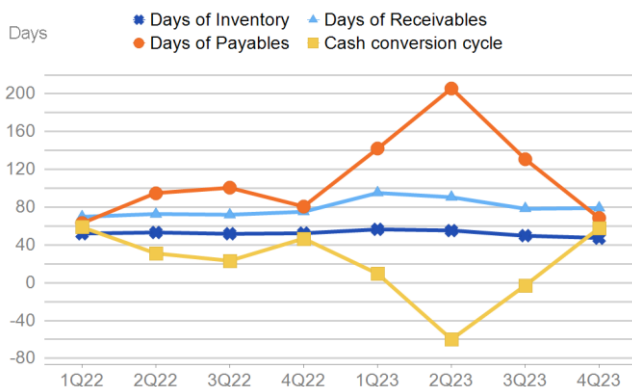
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



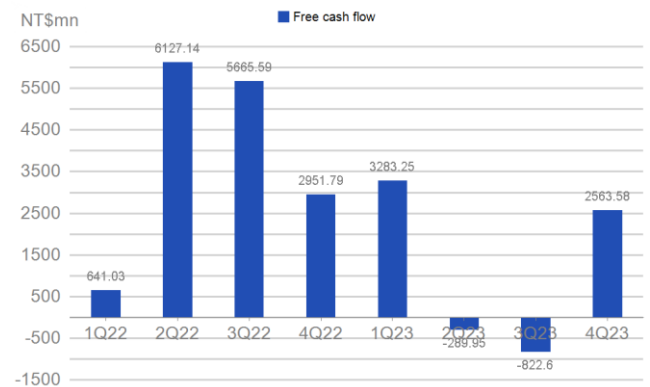
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**南電整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為領先的位置，在電子零組件行業的公司中排名略為領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**南電的整體曝險屬於中等水準，落後於電子零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、商業道德、公司在生產中使用原材料的效率(不包括能源和石油產品)等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**南電在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司目前在環境治理、ESG 相關議題上皆有推出政策，整體而言南電屬於中等評級。

圖 17：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	21.2
在 ESG 議題上的曝險 (A)	35.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	43.0
風險評級	中 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	37

資料來源：Sustainalytics (2024/4/11)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

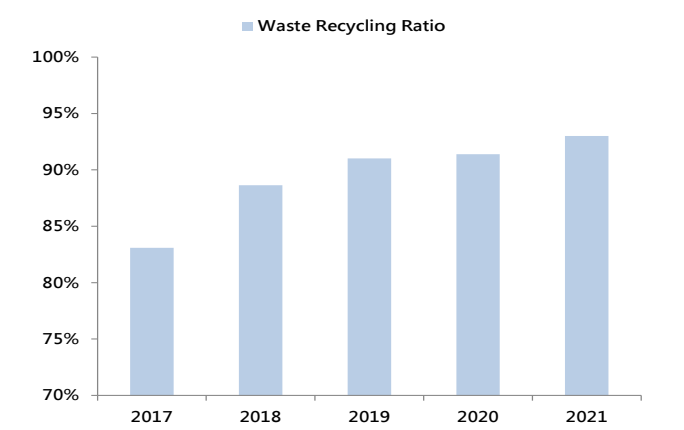
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

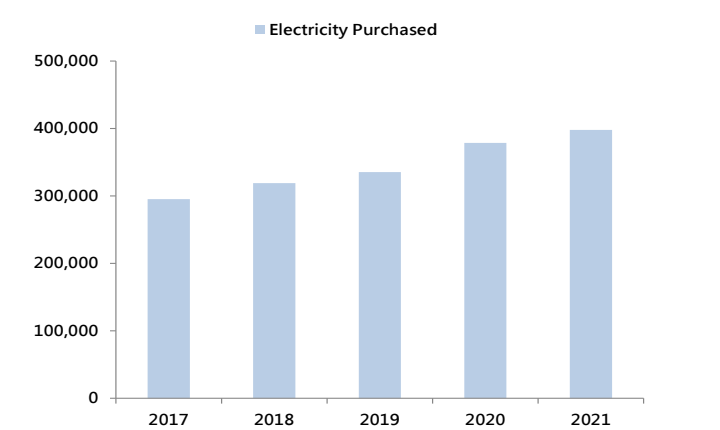
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 18：廢棄物回收比率



資料來源：公司資料、Reuters

圖 19：電力採購量(千度)



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	13,194	20,044	12,330	15,090	19,728
存貨	5,348	5,803	3,896	4,453	5,043
應收帳款及票據	11,062	14,893	6,898	8,048	9,976
其他流動資產	572	570	1,351	1,351	1,351
流動資產	30,176	41,310	24,474	28,941	36,098
採用權益法之投資	502	514	487	487	487
固定資產	24,471	37,267	43,107	41,467	40,239
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	1,197	2,660	2,370	2,370	2,370
非流動資產	26,170	40,440	45,963	44,323	43,095
資產總額	56,345	81,750	70,437	73,265	79,193
應付帳款及票據	3,658	5,320	3,062	6,741	7,579
短期借款	1,215	0	0	0	0
什項負債	5,644	8,369	6,038	6,038	6,038
流動負債	10,516	13,689	9,100	12,779	13,618
長期借款	227	0	0	0	0
其他負債及準備	5,123	14,339	13,429	13,429	13,429
長期負債	5,350	14,339	13,429	13,429	13,429
負債總額	15,866	28,028	22,530	26,208	27,047
股本	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462
資本公積	18,126	18,126	18,126	18,126	18,126
保留盈餘	16,753	29,897	24,433	23,581	28,672
什項權益	(861)	(762)	(1,113)	(1,113)	(1,113)
歸屬母公司之權益	40,479	53,723	47,908	47,056	52,147
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	40,479	53,723	47,908	47,056	52,147

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	10,582	19,416	5,817	2,057	6,119
折舊及攤提	3,634	4,344	5,896	6,600	5,940
本期營運資金變動	(2,337)	(2,805)	7,644	1,972	(1,680)
其他營業資產 及負債變動	4,050	11,352	(2,844)	0	0
營運活動之現金流量	15,929	32,307	16,513	10,629	10,379
資本支出	(8,451)	(16,922)	(11,779)	(4,960)	(4,712)
本期長期投資變動	15	12	(247)	0	0
其他資產變動	3,046	41	(224)	0	0
投資活動之現金流量	(5,391)	(16,869)	(12,251)	(4,960)	(4,712)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	983	(1,981)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,197)	(6,462)	(11,631)	(2,908)	(1,028)
其他調整數	(1,678)	(222)	(180)	0	0
融資活動之現金流量	(2,892)	(8,665)	(11,811)	(2,908)	(1,028)
匯率影響數	(25)	76	(166)	0	0
本期產生現金流量	7,621	6,850	(7,714)	2,760	4,638
自由現金流量	7,478	15,386	4,734	5,669	5,667

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	52,228	64,647	42,253	35,457	46,267
銷貨成本	(37,346)	(38,779)	(34,075)	(31,965)	(37,483)
營業毛利	14,883	25,868	8,177	3,492	8,784
營業費用	(2,012)	(2,293)	(1,847)	(1,408)	(1,541)
推銷費用	(568)	(664)	(386)	(352)	(385)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,444)	(1,630)	(1,486)	(1,056)	(1,156)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	12,871	23,575	6,330	2,084	7,243
利息收入	47	136	327	263	287
利息費用	(53)	(23)	(1)	(21)	(20)
利息收入淨額	(6)	114	326	242	267
投資利益(損失)淨額	47	62	13	8	9
匯兌損益	(141)	1,493	140	0	0
其他業外收入(支出)淨額	325	118	298	306	335
稅前純益	13,095	25,362	7,107	2,639	7,853
所得稅費用	(2,514)	(5,946)	(1,290)	(582)	(1,735)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	10,582	19,416	5,817	2,057	6,119
稅前息前折舊攤銷前淨利	16,761	29,728	12,226	8,684	13,183
調整後每股盈餘 (NT\$)	16.38	30.05	9.00	3.18	9.47

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	35.6	23.8	(34.6)	(16.1)	30.5
營業利益	213.3	83.2	(73.1)	(67.1)	247.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	140.1	77.4	(58.9)	(29.0)	51.8
稅後純益	188.6	83.5	(70.0)	(64.6)	197.5
調整後每股盈餘	188.6	83.5	(70.0)	(64.6)	197.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	28.5	40.0	19.4	9.9	19.0
營業利益率	24.6	36.5	15.0	5.9	15.7
稅前息前淨利率	25.0	39.2	15.0	5.9	15.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	32.1	46.0	28.9	24.5	28.5
稅前純益率	25.1	39.2	16.8	7.4	17.0
稅後純益率	20.3	30.0	13.8	5.8	13.2
資產報酬率	21.0	28.1	8.3	2.8	7.7
股東權益報酬率	29.1	41.2	12.1	4.4	11.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	39.2	52.2	47.0	55.7	51.9
淨負債權益比(%)	(29.0)	(37.3)	(25.7)	(32.1)	(37.8)
利息保障倍數 (倍)	249.7	1128.2	8040.2	128.7	392.6
流動比率 (%)	286.9	301.8	268.9	226.5	265.1
速動比率 (%)	231.3	257.0	226.1	191.6	228.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(11,752)	(20,044)	(12,330)	(15,090)	(19,728)
調整後每股淨值 (NT\$)	62.64	83.14	74.14	72.82	80.70
評價指標 (倍)					
本益比	12.2	6.6	22.2	62.7	21.1
股價自由現金流量比	17.2	8.4	27.2	22.7	22.7
股價淨值比	3.2	2.4	2.7	2.7	2.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	7.7	4.3	10.5	14.8	9.8
股價營收比	2.5	2.0	3.1	3.6	2.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

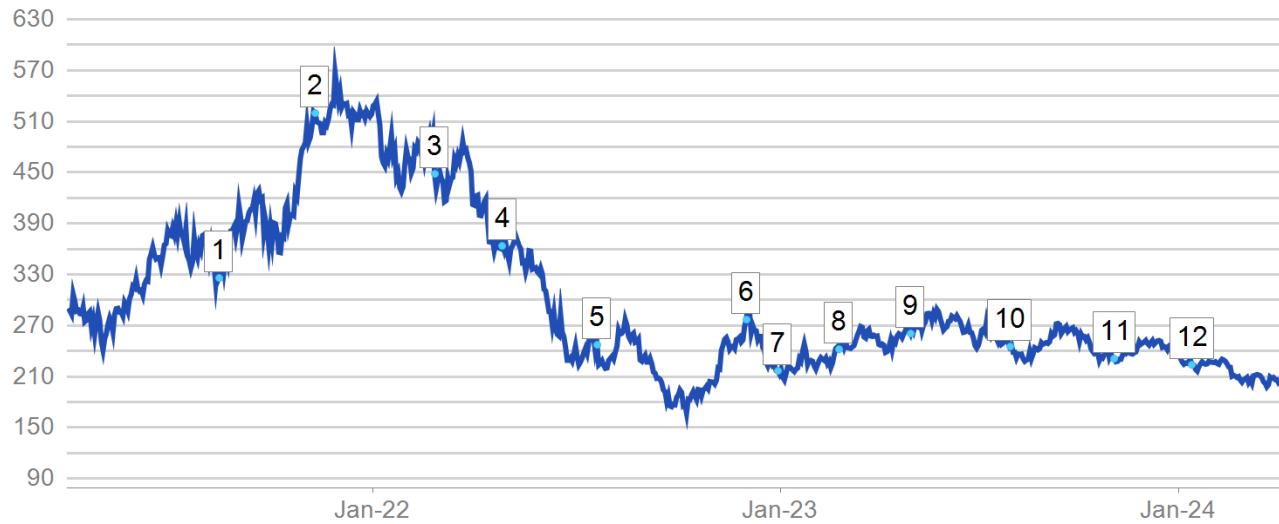
附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

南電 (8046 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210819	360.00	310.00	280.94	持有-超越同業	劉思良
2	20211112	576.00	470.00	425.94	持有-超越同業	劉思良
3	20220307	547.00	507.00	459.47	持有-超越同業	劉思良
4	20220506	418.00	458.00	415.06	持有-超越同業	劉思良
5	20220727	263.50	300.00	281.60	持有-超越同業	劉思良
6	20221202	286.50	375.00	352.00	買進	張晏榮
7	20221229	231.50	240.00	225.28	持有-超越同業	張晏榮
8	20230307	240.50	230.00	215.89	持有-超越同業	張晏榮
9	20230511	287.50	273.00	256.26	持有-超越同業	張晏榮
10	20230808	250.50	260.00	260.00	持有-超越同業	張晏榮
11	20231108	232.50	205.00	205.00	持有-落後同業	張晏榮
12	20240115	229.00	205.00	205.00	持有-落後同業	張晏榮

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.