

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價	202.00 元
目標價	
3 個月	212.00 元
12 個月	212.00 元

南電(8046 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

05/25/2023	已到價	
05/24/2023	Trading Buy	289

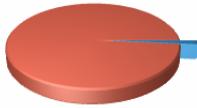
營運谷底已過，調升評等至 Trading Buy

投資建議：考量公司營運谷底已過，營收有望逐步回溫，故調升評等至 Trading Buy，目標價 212 元，是以 2025 年 32x PER 來評價。

公司基本資訊

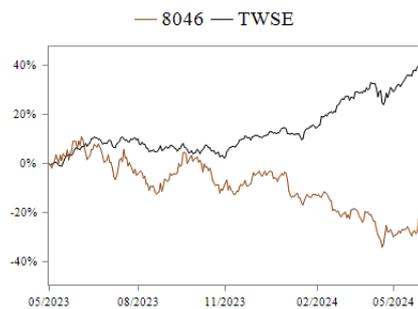
目前股本(百萬元)	6,462
市值(億元)	1,305
目前每股淨值(元)	69.49
外資持股比(%)	9.43
投信持股比(%)	2.72
董監持股比(%)	66.97
融資餘額(張)	11,294
現金股息配發率(%)	61.11

產品組合



- 印刷電路板製造及銷售: 98.57%
- 其他營業收入: 1.43%

股價相對大盤走勢



1Q24 營收 QOQ -23.74%，ABF、BT 和 PCB 三大產品線在 1Q24

表現皆疲弱，本業呈現虧損：南電 1Q24 營收 QOQ -23.74%，YOY -43.56%，主要是面臨產業淡季，且 ABF 主力客戶持續庫存調整，BT 和 PCB 除了面臨產業淡季外，中低階產品則面臨價格競爭。毛利率降至 -5.36%，較 4Q23 減少 16.27 個百分點，主要是因為產能利用率偏低，以及 BT 和 PCB 中低階產品面臨價格競爭的影響。

2Q24 營收將較 1Q24 成長，且產品價格已落底：

公司認為 1Q24 為谷底，2Q24 營收將較 1Q24 成長，主要是因為需求略微好轉以及工作天數較 1Q24 多。價格的部分，3Q23~1Q24 都有降價，2Q24 價格已經落底。預估南電 2Q24 營收為 84.65 億元，QOQ +19.22%，YOY -16.46%，稅後 EPS 0.24 元。

2H24 載板有不少新產品開始量產，配合產業旺季的拉貨，2H24

營收將重返成長軌道：展望 2024 年，公司認為 1Q24 是谷底，2Q24 已有回溫跡象，2H24 載板有不少新產品開始量產，配合產業旺季的拉貨，2H24 營收將重返成長軌道。資本支出的部分，預計 2024 年將較 2023 年的 117.8 億元低，主要是因為樹林廠擴產已告一段落，短期並無設廠和擴產的計畫。海外擴廠的部分，目前還在審慎評估中，越南、泰國和馬來西亞等地都有可能，產品先以 PCB 為主。綜合以上，群益預估南電 2024 年營收為 384.50 億元，YOY -9.00%；稅後純益為 22.83 億元，YOY -60.75%；稅後 EPS 3.53 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	42,253	38,450	45,168	12,581	10,134	10,227	9,311	7,101	8,465	10,842	12,042	10,146
營業毛利淨額	8,177	3,848	7,212	3,718	1,922	1,521	1,016	-380	562	1,596	2,071	1,513
營業利益	6,330	2,080	5,222	3,165	1,444	1,031	690	-794	127	1,146	1,601	1,043
稅後純益	5,817	2,283	4,285	2,325	1,573	1,076	843	-152	154	898	1,383	826
稅後 EPS(元)	9.00	3.53	6.63	3.60	2.43	1.66	1.30	-0.24	0.24	1.39	2.14	1.28
毛利率(%)	19.35%	10.01%	15.97%	29.55%	18.97%	14.87%	10.91%	-5.36%	6.63%	14.72%	17.20%	14.91%
營業利益率(%)	14.98%	5.41%	11.56%	25.16%	14.25%	10.08%	7.41%	-11.18%	1.50%	10.57%	13.30%	10.28%
稅後純益率(%)	13.77%	5.94%	9.49%	18.48%	15.52%	10.52%	9.06%	-2.15%	1.82%	8.28%	11.49%	8.14%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-34.64%	-9.00%	17.47%	-28.94%	-19.45%	0.93%	-8.96%	-23.74%	19.22%	28.07%	11.07%	-15.74%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-70.04%	-60.75%	87.68%	-54.85%	-32.37%	-31.60%	-21.61%	N.A	N.A	481.44%	53.99%	-40.27%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 64.62 億元計算。

2024年5月29日

ESG(Environment, Social, Governance)：

南電(8046 TT) 根據 ISO 14064-1 標準，定期盤查直接溫室氣體排放量、能源間接及其他間接碳排放，透過排放量分析掌握碳排熱點，推行節能專案。企業溫室氣體排放量減量目標，基準年為 2020 年，起始為 2021 年，目標年為 2030 年，預計 10 年減量 25%。南電企業溫室氣體排放量減量之預算為 39,697 千元/年，其中包括太陽能發電折舊 3,135 千元/年和綠電 36,562 千元/年，預計於 2023 年建置太陽能發電系統，每年可減碳 334 噸 CO₂e/年，並計畫推動節能改善提案、製程能源使用減量和公用設備效率提升。

公司簡介：

南電(8046 TT)前身為南亞塑膠(1303 TT)的電路板事業部，主要生產印刷電路板(Printed Circuit Board, PCB)，1997 年南亞塑膠董事會通過以轉投資方式成立南亞電路板。2000 年進入 IC 載板領域，包括 BT (Bismaleimide Triazine)載板和 ABF(Ajinomoto Build-up Film)載板。1Q24 營收比重的部分，ABF 載板佔 59%、BT 載板佔 29%、PCB 佔 12%，毛利率以 ABF 載板最高，BT 載板次之，最低為 PCB。終端產品的部分，1Q24 網路通訊(交換器、路由器、基地台、手機)佔 46%，個人電腦(NB 和 PC)佔 16%，車用電子佔 11%，消費性電子(穿戴式、手錶、TV)佔 12%，其他(ASIC、HPC、AI、伺服器)佔 15%。

1Q24 營收 QOQ -23.74%，ABF、BT 和 PCB 三大產品線在 1Q24 表現皆疲弱，本業呈現虧損：

南電 1Q24 營收為 71.01 億元，QOQ -23.74%，YOY -43.56%；毛利率降至 -5.36%，較 4Q23 減少 16.27 個百分點，主要是因為產能利用率偏低，以及 BT 和 PCB 中低階產品面臨價格競爭的影響；稅後純益為-1.52 億元；稅後 EPS -0.24 元。1Q24 為產業淡季，且 ABF 主力客戶持續庫存調整，BT 和 PCB 除了面臨產業淡季外，中低階產品則面臨價格競爭，故 ABF、BT 和 PCB 三大產品線在 1Q24 表現皆疲弱。

2Q24 營收將較 1Q24 成長，且產品價格已落底：

公司認為 1Q24 為谷底，2Q24 營收將較 1Q24 成長，主要是因為需求略微好轉以及工作天數較 1Q24 多。價格的部分，3Q23~1Q24 都有降價，2Q24 價格已經落底。預估南電 2Q24 營收為 84.65 億元，QOQ +19.22%，YOY -16.46%；稅後純益為 1.54 億元，QOQ 轉虧為盈，YOY -90.18%；稅後 EPS 0.24 元。

2H24 載板有不少新產品開始量產，配合產業旺季的拉貨，2H24 營收將重返成長軌道：

展望 2024 年，公司認為 1Q24 是谷底，2Q24 已有回溫跡象，2H24 載板有不少新產品開始量產，配合產業旺季的拉貨，2H24 營收將重返成長軌道。

資本支出的部分，預計 2024 年將較 2023 年的 117.8 億元低，主要是因為樹林廠擴產已告一段落，短期並無設廠和擴產的計畫。海外擴廠的部分，目前還在審慎評估中，越南、泰國和馬來西亞等地都有可能，產品先以 PCB 為主。

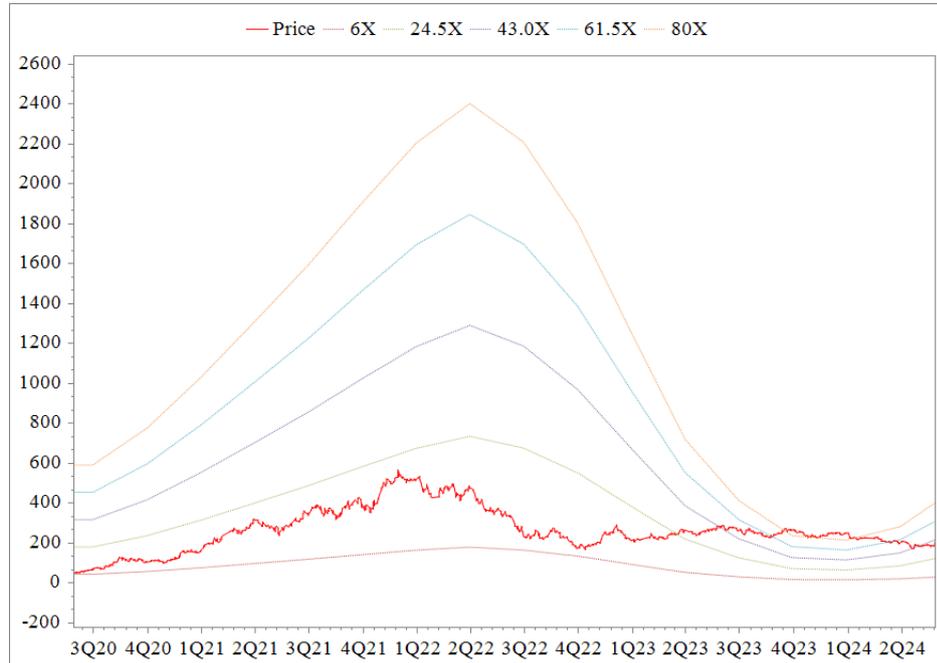
2024 年 5 月 29 日

綜合以上，群益預估南電 2024 年營收為 384.50 億元，YOY -9.00%；稅後純益為 22.83 億元，YOY -60.75%；稅後 EPS 3.53 元。

投資建議：

考量公司營運谷底已過，營收有望逐步回溫，故調升評等至 Trading Buy，目標價 212 元，是以 2025 年 32x PER 來評價。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024年5月29日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	56,345	81,750	70,437	68,569	68,578
流動資產	30,176	41,310	24,474	37,045	32,444
現金及約當現金	13,194	20,044	12,330	18,231	16,117
應收帳款及票據	11,062	14,893	6,898	12,064	8,973
存貨	5,348	5,803	3,896	5,773	4,730
採權益法之投資	502	514	487	326	498
不動產、廠房設備	24,471	37,267	43,107	29,607	33,207
負債總計	15,866	28,028	22,530	21,932	19,594
流動負債	10,516	13,689	9,100	13,230	12,478
應付帳款及票據	3,658	5,320	3,062	5,280	3,663
非流動負債	5,350	14,339	13,429	6,483	6,514
權益總計	40,479	53,723	47,908	46,637	48,984
普通股股本	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462
保留盈餘	16,753	29,897	24,433	23,163	25,509
母公司業主權益	40,479	53,723	47,908	46,637	48,984
負債及權益總計	56,345	81,750	70,437	68,569	68,578

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	52,228	64,647	42,253	38,450	45,168
營業成本	37,346	38,779	34,075	34,601	37,956
營業毛利淨額	14,883	25,868	8,177	3,848	7,212
營業費用	2,012	2,293	1,847	1,769	1,990
營業利益	12,871	23,575	6,330	2,080	5,222
EBITDA	16,715	29,592	12,695	12,695	12,695
業外收入及支出	224	1,650	450	752	266
稅前純益	13,095	25,362	7,107	2,831	5,487
所得稅	2,514	5,946	1,290	548	1,202
稅後純益	10,582	19,416	5,817	2,283	4,285
稅後 EPS(元)	16.38	30.05	9.00	3.53	6.63
完全稀釋 EPS**	16.38	30.05	9.00	3.53	6.63

註1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註2：稅後 EPS 以股本 64.62【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 64.62 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	35.61%	23.78%	-34.64%	-9.00%	17.47%
營業毛利淨額	158.75%	73.81%	-68.39%	-52.94%	87.40%
營業利益	213.34%	83.17%	-73.15%	-67.15%	151.08%
稅後純益	188.65%	83.49%	-70.04%	-60.75%	87.68%

獲利能力分析(%)

毛利率	28.50%	40.01%	19.35%	10.01%	15.97%
EBITDA(%)	32.00%	45.77%	30.05%	33.02%	28.11%
營益率	24.64%	36.47%	14.98%	5.41%	11.56%
稅後純益率	20.26%	30.03%	13.77%	5.94%	9.49%
總資產報酬率	18.78%	23.75%	8.26%	3.33%	6.25%
股東權益報酬率	26.14%	36.14%	12.14%	4.90%	8.75%

償債能力檢視

負債比率(%)	28.16%	34.28%	31.99%	31.99%	28.57%
負債/淨值比(%)	39.20%	52.17%	47.03%	47.03%	40.00%
流動比率(%)	286.94%	301.79%	268.93%	280.00%	260.00%

其他比率分析

存貨天數	50.51	52.48	51.95	51.00	50.50
應收帳款天數	70.66	73.27	94.12	90.00	85.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	15,929	32,307	16,513	4,341	11,765
稅前純益	13,095	25,362	7,107	2,831	5,487
折舊及攤銷	3,634	4,344	5,896	4,049	4,542
營運資金變動	-2,325	-2,625	7,644	-4,825	2,516
其他營運現金	1,525	5,226	-4,134	2,285	-781
投資活動現金	-5,391	-16,869	-12,251	-8,498	-10,114
資本支出淨額	-8,421	-16,896	-11,749	-9,000	-9,000
長期投資變動	0	0	-277	-276	-276
其他投資現金	3,030	27	-225	779	-838
籌資活動現金	-2,892	-8,665	-11,811	10,058	-3,764
長借/公司債變動	60	-725	0	-6,945	31
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,197	-6,462	-11,631	-3,554	-1,938
其他籌資現金	-755	-1,479	-180	20,557	-1,857
淨現金流量	7,621	6,850	-7,714	5,901	-2,114
期初現金	5,573	13,194	20,044	12,330	18,231
期末現金	13,194	20,044	12,330	18,231	16,117

資料來源：CMoney、群益

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	17,704	12,581	10,134	10,227	9,311	7,101	8,465	10,842	12,042	10,146	10,388	12,128
營業成本	10,181	8,863	8,211	8,706	8,295	7,481	7,904	9,246	9,970	8,633	8,837	10,115
營業毛利淨額	7,523	3,718	1,922	1,521	1,016	-380	562	1,596	2,071	1,513	1,551	2,013
營業費用	563	553	478	490	326	414	435	450	470	470	480	510
營業利益	6,960	3,165	1,444	1,031	690	-794	127	1,146	1,601	1,043	1,071	1,503
業外收入及支出	-337	-17	529	412	-148	553	66	66	66	66	66	66
稅前純益	6,623	3,148	1,973	1,443	543	-241	193	1,212	1,668	1,109	1,137	1,570
所得稅	1,473	823	400	367	-301	-89	39	314	284	283	227	407
稅後純益	5,150	2,325	1,573	1,076	843	-152	154	898	1,383	826	910	1,163
最新股本	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462
稅後EPS(元)	7.97	3.60	2.43	1.66	1.30	-0.24	0.24	1.39	2.14	1.28	1.41	1.80
獲利能力(%)												
毛利率(%)	42.49%	29.55%	18.97%	14.87%	10.91%	-5.36%	6.63%	14.72%	17.20%	14.91%	14.93%	16.60%
營業利益率(%)	39.31%	25.16%	14.25%	10.08%	7.41%	-11.18%	1.50%	10.57%	13.30%	10.28%	10.31%	12.40%
稅後純益率(%)	29.09%	18.48%	15.52%	10.52%	9.06%	-2.15%	1.82%	8.28%	11.49%	8.14%	8.76%	9.59%
QoQ(%)												
營業收入淨額	2.96%	-28.94%	-19.45%	0.93%	-8.96%	-23.74%	19.22%	28.07%	11.07%	-15.74%	2.38%	16.76%
營業利益	7.97%	-54.52%	-54.37%	-28.63%	-33.05%	N.A	N.A	805.07%	39.73%	-34.87%	2.71%	40.37%
稅前純益	-11.06%	-52.46%	-37.34%	-26.86%	-62.40%	N.A	N.A	528.17%	37.55%	-33.48%	2.54%	38.01%
稅後純益	-6.64%	-54.85%	-32.37%	-31.60%	-21.61%	N.A	N.A	481.44%	53.99%	-40.27%	10.20%	27.75%
YoY(%)												
營業收入淨額	19.83%	-13.60%	-33.27%	-40.52%	-47.41%	-43.56%	-16.46%	6.01%	29.33%	42.89%	22.71%	11.86%
營業利益	58.83%	-33.87%	-73.17%	-84.01%	-90.09%	N.A	-91.23%	11.18%	132.04%	N.A	745.93%	31.20%
稅前純益	54.54%	-39.62%	-67.54%	-80.62%	-91.81%	N.A	-90.22%	-15.98%	207.38%	N.A	489.37%	29.49%
稅後純益	44.90%	-40.13%	-67.67%	-80.50%	-83.63%	N.A	-90.18%	-16.50%	64.03%	N.A	489.37%	29.49%

註1：稅後EPS以股本64.62億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。