

2024 年 8 月 28 日

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

前日收盤價	332.00 元
目標價	
3 個月	380.00 元
12 個月	380.00 元

中砂(1560 TT)

Trading Buy

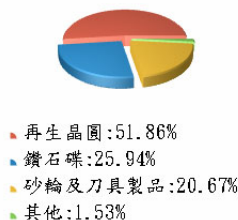
近期報告日期、評等及前日股價

11/07/2023	Neutral	178.50
06/13/2023	已到目標價	
04/12/2023	Trading Buy	118.00

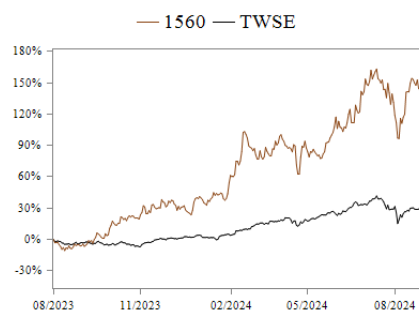
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,451
市值(億元)	482
目前每股淨值(元)	44.00
外資持股比(%)	20.66
投信持股比(%)	5.28
董監持股比(%)	14.91
融資餘額(張)	4,009
現金股息配發率(%)	67.62

產品組合



股價相對大盤走勢



先進製程帶動鑽石碟需求不斷成長。

投資建議：2024/2025 年營收、獲利都看成長。主要成長動能為先進製程/先進封裝用的鑽石碟，投資建議為 Trading Buy。

2024 年財務指引：2024 年全公司：預估營收成長 YoY+5~10%、毛利率 32~38%、營益率預估 16~22%。預估 2H24 先進製程用的 DBU、特殊晶圓出貨量增加，所以毛利率將優於 1H24。

ABU：傳產機械工具機客戶需求持平，電子半導體(矽晶圓、碳化矽)相關增加，銷售預估 YoY 7~12%。

DBU：先進製程及記憶體客戶所用鑽石碟的出貨將逐季增加，銷售預估 YoY 將有大於 20%之成長。2Q24 單月已有超過三萬五千顆產出，規劃 2024 年底之前之單月最大產能增加至五萬顆以滿足 2025 年之需求，主要是為了 2nm。

SBU：2024 年測試及再生晶圓總產能 12 吋 30 萬片及 8 吋 15 萬片維持不變，預估全年產能持續滿載。因再生及測試晶圓平均單價較 2023 平均下跌約 5%之影響，將持續增加高階產品組合，銷售預估 YoY -5~0%。中砂增加 SBU 的設備，可以做出 17nm、19nm 的再生晶圓。目前晶圓代工龍頭與美系記憶體廠為前兩大客戶。

預估逐季成長至 4Q23，由於 DBU 出貨占比增加，預估 2025 年的毛利率優於 2024 年。

2025 年三大事業部皆看成長：三大事業部目前於 2025 年都看成長，但財務指引、CAPEX 要等之後才會說。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	6,381	6,860	7,203	1,575	1,649	1,594	1,595	1,731	1,755	1,778	1,718	1,798
營業毛利淨額	1,942	2,273	2,438	466	528	510	516	547	590	620	568	609
營業利益	989	1,216	1,334	225	280	273	261	294	320	340	305	333
稅後純益	852	1,031	1,049	221	292	160	257	254	252	268	240	262
稅後 EPS(元)	5.87	7.11	7.23	1.53	2.01	1.10	1.77	1.75	1.74	1.85	1.65	1.80
毛利率(%)	30.44%	33.14%	33.85%	29.59%	32.03%	32.00%	32.36%	31.58%	33.61%	34.87%	33.05%	33.85%
營業利益率(%)	15.50%	17.72%	18.53%	14.30%	16.98%	17.15%	16.38%	16.99%	18.23%	19.12%	17.77%	18.51%
稅後純益率(%)	13.35%	15.03%	14.57%	14.05%	17.71%	10.03%	16.09%	14.65%	14.38%	15.08%	13.97%	14.56%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-7.63%	7.50%	5.00%	0.80%	4.69%	-3.30%	0.05%	8.52%	1.39%	1.30%	-3.39%	4.70%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-31.69%	20.99%	1.78%	23.80%	31.99%	-45.24%	60.47%	-1.18%	-0.47%	6.21%	-10.50%	9.08%

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 14.51 億元計算。

2024 年 8 月 28 日

ESG：

中砂為提升企業永續經營之整體實踐，本委員會應協助董事會發展、建議董事會之組織運作及管理事宜，以強化董事會職能，且致力於環境保護及公司治理等企業社會責任之落實。本委員會經董事會決議由至少五名組成之，其中應有半數以上為獨立董事，董事加入本委員會之任期，除法令或本公司章程、規章另有規定者外，為董事會決議日起，至董事任期屆滿、董事辭任本委員會成員或董事職務、或董事會另行決議以代替原董事為本委員會成員之日止。本委員會成員任期應配合董事之任期為原則，連選得連任。本委員會由董事長擔任主席，以企業永續發展為最高指導原則，透過定期會議檢視 ESG 推動成效，並將年度執行成果向董事會呈報。本委員會轄下另設執行委員會，由執行長擔任指揮官，各事業部總經理及董事長室副總經理為當然委員。

公司簡介：

中國砂輪企業股份有限公司前稱中國砂輪股份有限公司，成立於 07/1964，總部位於台北鶯歌，主要從事生產及銷售砂輪、鑽石碟、再生晶圓等研磨工具。

公司早期產品以應用於石材加工的傳統砂輪為主，後因取得鑽石碟技術的專利授權及台系大客戶供應鏈在地化策略，以鑽石碟產品切入半導體產業領域。2020 年，公司再生晶圓事業部竹科廠於竹南科學園區落成啟用量產，成為全球前三大再生晶圓供應商。

再生晶圓主要競爭對象為辛耘(3583 TT)、昇陽半導體(8028 TT)；鑽石碟為 3M(MMM US)、Abrasive Technology、Asahi(4216 JP)、Seasol(韓)等。大客戶包含台系晶圓代工廠、美系記憶體廠...等。

三大事業部簡介：

傳統砂輪事業部(ABU)，毛利率 20~25%。用於工具機、機械，近期還有包含半導體(碳化矽)的產業。

鑽石碟事業部(DBU)，毛利率 45%以上。用於成熟製程、先進製程、先進封裝。單一客戶營收占比超過 54%。

晶圓事業部(SBU)，毛利率 30~35%。用於半導體製程，再生/晶圓的設備約 65%的設備可以共用，單價約 10~20 美金。

2Q24 營收占比：

ABU 12%。工具機及機械業等客戶砂輪需求減少，電子及半導體用砂輪出貨增加，營收季減 0.5%。

DBU 31%。先進邏輯製程、成熟製程、記憶體客戶的鑽石碟需求增加，營收季增 5%。

SUB 51%。客戶海外擴廠需求增加，及特殊晶圓需求增加(國外記憶體客戶)，工作天數增加，測試及再生晶圓營收季增 17.6%。

其他 6%

2024 年 8 月 28 日

2024 年財務指引：

2024 年全公司：預估營收成長 YoY+5~10%、毛利率 32~38%、營益率預估 16~22%。預估 2H24 先進製程用的 DBU、特殊晶圓出貨量增加，所以毛利率將優於 1H24。

ABU：傳產機械工具機客戶需求持平，電子半導體(矽晶圓、碳化矽)相關增加，銷售預估 YoY 7~12%。

DBU：先進製程及記憶體客戶所用鑽石碟的出貨將逐季增加，銷售預估 YoY 將有大於 20%之成長。2Q24 單月已有超過三萬五千顆產出，規劃 2024 年底前之單月最大產能增加至五萬顆以滿足 2025 年之需求，主要是為了 2nm。

SBU：2024 年測試及再生晶圓總產能 12 吋 30 萬片及 8 吋 15 萬片維持不變，預估全年產能持續滿載。因再生及測試晶圓平均單價較 2023 平均下跌約 5%之影響，將持續增加高階產品組合，銷售預估 YoY -5~0%。中砂增加 SBU 的設備，可以做出 17nm、19nm 的再生晶圓。目前晶圓代工龍頭與美系記憶體廠為前兩大客戶。

預估逐季成長至 4Q23，由於 DBU 出貨占比增加，預估 2025 年的毛利率優於 2024 年。

2025 年三大事業部皆看成長：

三大事業部目前於 2025 年都看成長，但財務指引、CAPEX 要等之後才會說。

2025 年，ABU 目前看起來需求還是較弱，日幣升貶值對台灣工具機產業會有影響，大陸商務部中止 ECFA 對工具機業者也是不利，但除了台灣 ABF 龍頭以外，國外客戶的營收也有在小幅增加，碳化矽的客戶需求也有在增溫。

2025 年，DBU 的產能有增加，主要是為了客戶 2nm，無論營收、毛利率都會看成長。中砂持續送樣 DBU 給美系 IDM 客戶，但進度緩慢。不算 HBM，目前中砂的 SBU 在美系記憶體的市占率約 20%。

DBU 不只用在先進製程，也有用在先進封裝，包含 COWOS、2.5D、3D 封裝…等，但占比還是先進製程高，中砂目前在 3nm 的市占率約 70%，中砂預估 2nm 時市占率有望提升至 80%。成熟製程用的 DBU 的道數不多，而且使用壽命也長，這邊的 ASP 每年會有 1~5%的下滑；先進製程的需求量較大，使用壽命短，如果是新規格的話，ASP 比較有優勢，現在會跟客戶一起調參數，搭配的拋光液…等。

2025 年，SBU 供過於求的狀況可能還是會持續，中砂會增加高階產品的比重，但預期 SBU 的營收也看成長。

SBU 目前看起來還是供過於求，主因全球成熟製程稼動率不高，再加上包含中國、日本、台灣業者的產能有開出，一些中低階的再生/測試晶圓的價格壓力大，未來中低階的 ASP 要再增加的機率不高。目前規格有分 25、19、17nm，是最小缺陷尺寸的大小，越小代表規格越高。

其他補充：

2Q24 實收資本額增加至 14.51 億元。

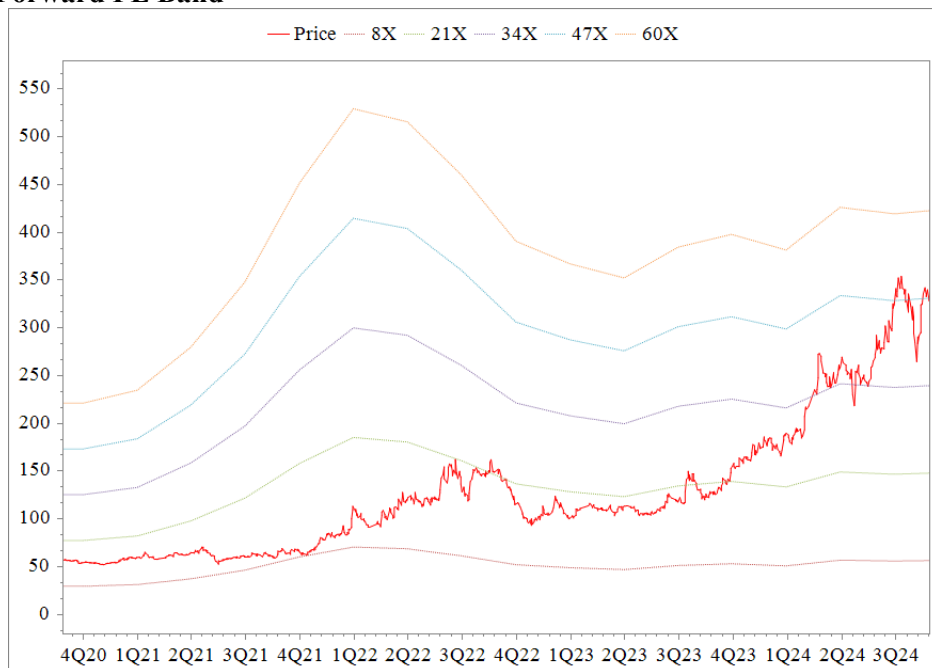
2024 年 8 月 28 日

三星、海力士 HBM 用的鑽石碟、再生/測試晶圓不是中砂所提供的。

投資建議：

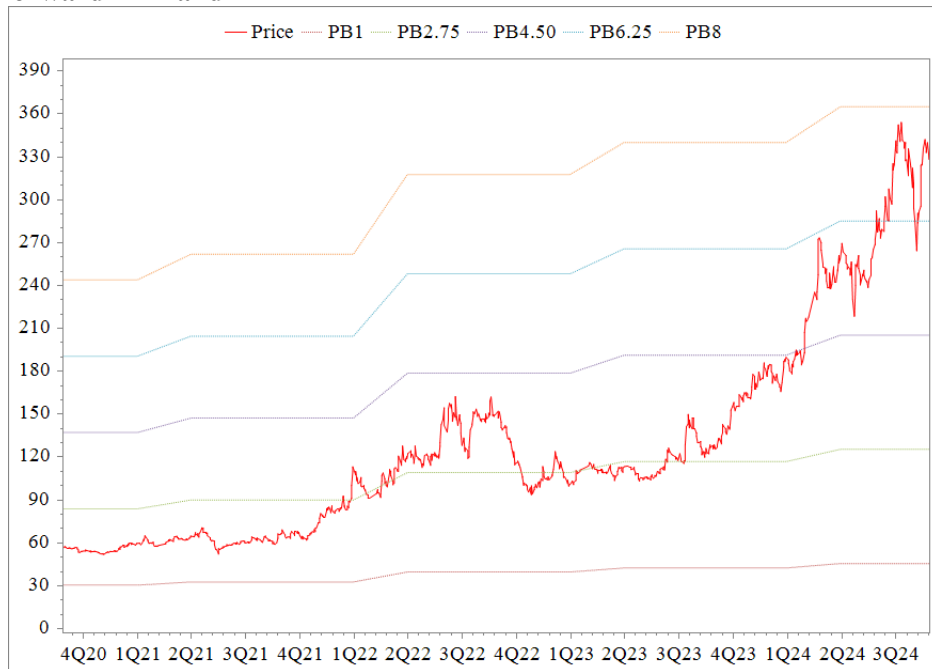
2024/2025 年營收、獲利都看成長。主要成長動能為先進製程/先進封裝用的鑽石碟，投資建議為 Trading Buy。

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 8 月 28 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	10,162	9,545	9,863	13,902	14,956
流動資產	4,511	4,062	4,042	4,752	4,251
現金及約當現金	1,920	1,130	992	1,244	1,081
應收帳款與票據	1,117	1,090	1,078	1,177	1,230
存貨	1,443	1,808	1,922	1,219	1,914
採權益法之投資	51	50	43	134	177
不動產、廠房設備	4,884	4,559	4,239	4,239	4,239
負債總計	5,111	3,454	3,391	6,951	7,515
流動負債	2,537	1,983	2,251	2,685	2,429
應付帳款及票據	259	284	404	129	446
非流動負債	2,574	1,471	1,140	4,542	5,045
權益總計	5,051	6,091	6,472	6,951	7,441
普通股股本	1,427	1,437	1,449	1,449	1,449
保留盈餘	2,149	3,049	3,334	3,813	4,303
母公司業主權益	4,749	5,762	6,168	6,619	7,089
負債及權益總計	10,162	9,545	9,863	13,902	14,956

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	6,028	6,908	6,381	6,860	7,203
營業成本	4,165	4,379	4,439	4,587	4,764
營業毛利淨額	1,863	2,528	1,942	2,273	2,438
營業費用	929	1,098	953	1,057	1,104
營業利益	934	1,431	989	1,216	1,334
EBITDA	1,556	2,209	1,649	1,600	1,666
業外收入及支出	-48	120	10	99	0
稅前純益	886	1,557	1,060	1,315	1,334
所得稅	164	283	198	256	265
稅後純益	677	1,247	852	1,031	1,049
稅後 EPS(元)	4.66	8.60	5.87	7.11	7.23
完全稀釋 EPS**	4.66	8.60	5.87	7.11	7.23

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 14.51【最新股本】億元計算。

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 14.51 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	16.90%	14.60%	-7.63%	7.50%	5.00%
營業毛利淨額	20.43%	35.75%	-23.19%	17.03%	7.27%
營業利益	32.08%	53.23%	-30.86%	22.88%	9.78%
稅後純益	32.06%	84.37%	-31.69%	20.99%	1.78%

獲利能力分析(%)

毛利率	30.90%	36.60%	30.44%	33.14%	33.85%
EBITDA(%)	25.82%	31.97%	25.84%	23.33%	23.13%
營益率	15.49%	20.71%	15.50%	17.72%	18.53%
稅後純益率	11.22%	18.06%	13.35%	15.03%	14.57%
總資產報酬率	6.66%	13.07%	8.64%	7.42%	7.02%
股東權益報酬率	13.40%	20.48%	13.17%	14.83%	14.10%

償債能力檢視

負債比率(%)	50.30%	36.19%	34.38%	50.00%	50.25%
負債/淨值比(%)	101.19%	56.71%	52.38%	100.00%	101.00%
流動比率(%)	177.84%	204.80%	179.59%	177.00%	175.00%

其他比率分析

存貨天數	125.12	135.47	153.37	125.00	120.00
應收帳款天數	62.67	58.31	62.01	60.00	61.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	1,261	1,950	1,289	1,842	1,989
稅前純益	886	1,557	1,060	1,315	1,334
折舊及攤銷	631	618	607	551	572
營運資金變動	-156	-314	18	328	-430
其他營運現金	-99	88	-396	-352	512
投資活動現金	20	-485	-937	-3,477	-1,713
資本支出淨額	-253	-189	-529	-240	-200
長期投資變動	36	-295	-394	0	0
其他投資現金	237	-2	-14	-3,237	-1,513
籌資活動現金	-31	-2,275	-489	1,887	-439
長借/公司債變動	0	-1,300	-786	3,401	503
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-396	-400	-576	-580	-580
其他籌資現金	365	-575	873	-935	-362
淨現金流量	1,206	-790	-138	252	-163
期初現金	714	1,920	1,130	992	1,244
期末現金	1,920	1,130	992	1,244	1,081

資料來源：CMoney、群益

2024 年 8 月 28 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,563	1,575	1,649	1,594	1,595	1,731	1,755	1,778	1,718	1,798	1,852	1,835
營業成本	1,125	1,109	1,121	1,084	1,079	1,184	1,165	1,158	1,150	1,190	1,217	1,208
營業毛利淨額	438	466	528	510	516	547	590	620	568	609	635	627
營業費用	227	241	248	237	255	252	270	280	262	276	285	281
營業利益	211	225	280	273	261	294	320	340	305	333	350	346
業外收入及支出	-8	58	92	-72	60	39	0	0	0	0	0	0
稅前純益	203	284	372	202	321	333	320	340	305	333	350	346
所得稅	24	58	75	41	52	74	63	68	61	66	69	69
稅後純益	179	221	292	160	257	254	252	268	240	262	276	271
最新股本	1,451	1,451	1,451	1,451	1,451	1,451	1,451	1,451	1,451	1,451	1,451	1,451
稅後EPS(元)	1.23	1.53	2.01	1.10	1.77	1.75	1.74	1.85	1.65	1.80	1.90	1.87

獲利能力(%)

毛利率(%)	28.03%	29.59%	32.03%	32.00%	32.36%	31.58%	33.61%	34.87%	33.05%	33.85%	34.29%	34.17%
營業利益率(%)	13.48%	14.30%	16.98%	17.15%	16.38%	16.99%	18.23%	19.12%	17.77%	18.51%	18.92%	18.86%
稅後純益率(%)	11.44%	14.05%	17.71%	10.03%	16.09%	14.65%	14.38%	15.08%	13.97%	14.56%	14.92%	14.78%

QoQ(%)

營業收入淨額	-1.69%	0.80%	4.69%	-3.30%	0.05%	8.52%	1.39%	1.30%	-3.39%	4.70%	2.96%	-0.93%
營業利益	-18.02%	6.97%	24.25%	-2.34%	-4.41%	12.57%	8.77%	6.25%	-10.24%	9.07%	5.27%	-1.27%
稅前純益	-16.15%	39.67%	31.12%	-45.77%	59.25%	3.80%	-4.03%	6.25%	-10.24%	9.07%	5.27%	-1.27%
稅後純益	-8.64%	23.80%	31.99%	-45.24%	60.47%	-1.18%	-0.47%	6.21%	-10.50%	9.08%	5.54%	-1.87%

YoY(%)

營業收入淨額	-5.01%	-15.23%	-9.17%	0.32%	2.09%	9.91%	6.45%	11.52%	7.68%	3.89%	5.50%	3.18%
營業利益	-35.32%	-52.74%	-24.64%	6.42%	24.09%	30.58%	14.31%	24.36%	16.77%	13.14%	9.50%	1.75%
稅前純益	-43.47%	-43.85%	-17.47%	-16.72%	58.17%	17.54%	-13.96%	68.56%	-5.00%	-0.17%	9.50%	1.75%
稅後純益	-42.96%	-43.12%	-16.37%	-18.24%	43.60%	14.62%	-13.56%	67.65%	-6.49%	3.21%	9.44%	1.12%

註1：稅後EPS以股本14.51億元計算

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。