

增加持股・維持

收盤價 December 29 (NT\$)	231.0
12 個月目標價 (NT\$)	270.0
前次目標價 (NT\$)	275.0
調降 (%)	1.8
上漲空間 (%)	16.9

焦點內容

我們認為若 PC 庫存去化不如預期、資料中心建置放緩下，1Q23 起 ABF 中低階產品售價將承受壓力。我們下調 2023 年獲利預估 4%，維持「增加持股」評等、調降目標價至 270 元，相當於 2023 年平均每股盈餘 9 倍本益比。

交易資料表

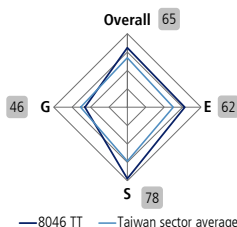
市值：(NT\$bn/US\$mn)	149.3 / 4,863
流通在外股數 (百萬股)：	646
外資持有股數 (百萬股)：	56.47
3M 平均成交量 (百萬股)：	12.00
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	178.0 - 589

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	24.2	-15.5	-59.4
相對表現 (%)	20.1	-7.9	-36.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	2.45A	3.60A	4.82A	5.50A
2022	6.01A	7.53A	8.54A	8.53F
2023	6.08F	7.02F	7.59F	9.24F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

林祐熙
886 2 2181 8725
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

南電

(8046.TW/8046 TT)



1H23 載板價格壓力浮現

重要訊息

近期同業欣興(3037 TT, NT\$121.5, 增加持股)下調 2022-23 資本支出 12%、16%，Meta(美)與 Google(美) 暫緩資料中心建置，我們認為若 PC 庫存去化不如預期、資料中心建置放緩下，1Q23 起 ABF 中低階產品售價將承受壓力。

評論及分析

4Q22 營收有望呈季增優預期。我們上調季營收預估 5% 至 179 億(季增 4%)，因 12 月工作天數較多、樹林廠 ABF 新廠能開出，且 ABF 價格仍續上揚個位數幅度。即使 BT 稼動率由滿載下降至 85%，但 PCB 表現優預期稼動率維持在 85-90%，來自於 game console 相關產品節慶備貨需求。我們上調營收 5%、獲利 5% 達每股盈餘 8.5 元。

1Q23 營收下修 5%，ABF 載板價格壓力浮現。我們下修季營收預估 5% 至 151 億約季減 16%(年增 4%)，推估在 PC 庫存去化緩慢、網通亦有雜音的狀況下，儘管 ABF 未有訂單調整仍可維持滿載生產但客戶要求降價壓力加大，因此我們認為 ABF 中低階產品價格壓力將浮現；而 BT 因消費電子及記憶體等修正加大、iPhone 面臨淡季等因素，稼動率恐將下降至 70% 或更低並伴隨價格下滑壓力。

1H23 ABF 恐面臨供過於求壓力。我們認為 2022-23 供給的成長率為 17%、19-20%，供需缺口在 2021 年為 20-30%，但在 PC (影響數佔比約 40-45%) 2022-23 年出貨量年減 18%、5% 下，4Q22 推估 ABF 供需達平衡，但若 PC 庫存去化不如預期、資料中心建置放緩下，1Q-2Q23 中低階 ABF 價格將承受壓力。公司 ABF 產品中 15-20% 屬於高階，但中低階 ABF 將承受壓力。

投資建議

儘管短期面臨供過於求的逆風，但中長期除網通外，PC 皆會採用 chiplet 與 2.5D 設計。我們下調 2023 年獲利預估 4%，維持「增加持股」評等、調降目標價至 270 元，相當於 2023 年平均每股盈餘 9 倍本益比(原為 2022 年平均每股盈餘 9 倍本益比)。

投資風險

大幅擴產下價格壓力，終端需求不如預期。

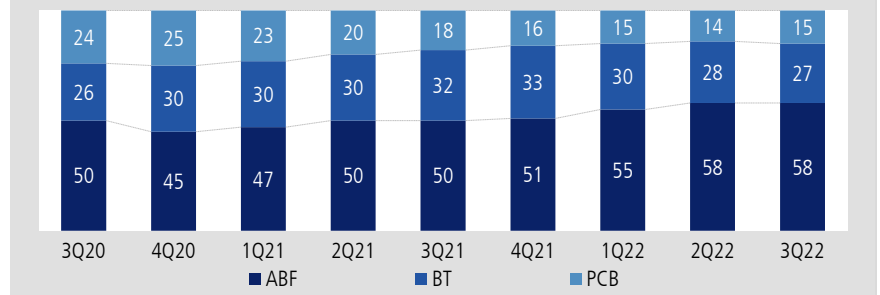
主要財務數據及估值

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F
營業收入 (NT\$百萬)	31,094	38,513	52,228	64,875	67,470
營業毛利 (NT\$百萬)	1,627	5,752	14,883	25,537	26,620
營業利益 (NT\$百萬)	71	4,108	12,871	23,228	24,344
稅後淨利 (NT\$百萬)	308	3,666	10,582	19,775	19,342
每股盈餘 (NT\$)	0.48	5.67	16.38	30.60	29.93
每股現金股利 (NT\$)	0.70	3.40	10.00	18.36	17.96
每股盈餘成長率 (%)	0.0	1089.4	188.6	86.9	(2.2)
本益比 (x)	484.3	40.7	14.1	7.5	7.7
股價淨值比 (x)	5.1	4.6	3.7	2.8	2.4
EV/EBITDA (x)	52.8	20.4	8.2	4.9	4.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.3	1.5	4.3	7.9	7.8
股東權益報酬率 (%)	1.0	11.9	29.1	41.8	33.2

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 南電產品比重

出貨類別比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 4Q22 與 1Q23 財測修正暨市場共識比較

百萬元	4Q22F					1Q23F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	17,932	17,160	4.5	17,249	4.0	15,110	15,963	(5.3)	16,378	(7.7)
毛利	7,193	6,871	4.7	6,867	4.7	5,707	6,263	(8.9)	6,420	(11.1)
營業利益	6,614	6,286	5.2	6,321	4.6	5,153	5,700	(9.6)	5,801	(11.2)
稅後淨利	5,510	5,241	5.1	5,109	7.8	3,932	4,370	(10.0)	4,526	(13.1)
每股盈餘 (元)	8.53	8.11	5.1	7.98	6.9	6.08	6.76	(10.0)	7.01	(13.2)
毛利率 (%)	40.1	40.0	0.1 ppts	39.8	0.3 ppts	37.8	39.2	(1.5)ppts	39.2	(1.4)ppts
營業率 (%)	36.9	36.6	0.2 ppts	36.6	0.2 ppts	34.1	35.7	(1.6)ppts	35.4	(1.3)ppts
淨利率 (%)	30.7	30.5	0.2 ppts	29.6	1.1 ppts	26.0	27.4	(1.4)ppts	27.6	(1.6)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：2022 與 2023 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2022F					2023F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	64,875	64,103	1.2	64,238	1.0	67,470	69,471	(2.9)	70,974	(4.9)
毛利	25,537	25,216	1.3	25,230	1.2	26,620	27,634	(3.7)	27,846	(4.4)
營業利益	23,228	22,901	1.4	22,935	1.3	24,344	25,306	(3.8)	25,254	(3.6)
稅後淨利	19,775	19,507	1.4	19,376	2.1	19,342	20,085	(3.7)	19,932	(3.0)
每股盈餘 (元)	30.60	30.19	1.4	30.02	1.9	29.93	31.08	(3.7)	30.85	(3.0)
毛利率 (%)	39.4	39.3	0.0 ppts	39.3	0.1 ppts	39.5	39.8	(0.3)ppts	39.2	0.2 ppts
營業率 (%)	35.8	35.7	0.1 ppts	35.7	0.1 ppts	36.1	36.4	(0.3)ppts	35.6	0.5 ppts
淨利率 (%)	30.5	30.4	0.1 ppts	30.2	0.3 ppts	28.7	28.9	(0.2)ppts	28.1	0.6 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4: 同業比較 – 投資評價

公司	代號	市值	股價	EPS (當地貨幣)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息殖利率 (%)		
		美金百萬元	當地貨幣	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
南電	8046 TT	4,847	231.00	16.38	30.60	29.93	14.1	7.5	7.7	3.7	2.8	2.4	29.1	41.8	33.2	4.3	7.9	7.8
華通	2313 TT	1,742	45.00	4.31	6.73	6.92	10.4	6.7	6.5	1.7	1.4	1.2	16.7	22.6	19.8	4.0	6.0	6.1
景碩	3189 TT	1,562	106.00	8.56	16.10	17.87	12.4	6.6	5.9	1.6	1.4	1.2	14.1	22.9	22.1	4.2	8.0	9.0
欣興	3037 TT	5,822	121.50	8.98	20.56	22.12	13.5	5.9	5.5	3.0	2.2	1.7	24.2	42.7	35.4	2.8	6.4	6.9
Ibiden	4062 JP	5,078	4,695.0	183.94	338.30	378.48	25.5	13.9	12.4	2.1	1.8	1.6	8.8	14.5	13.5	0.8	0.9	1.0
Shinko	6967 JP	3,476	3,380.0	133.38	369.90	487.94	25.3	9.1	6.9	3.0	2.3	1.8	12.4	27.3	28.8	1.5	1.2	1.5
SEMCO	009150 KS	7,724	130,500	11,811.00	12,953.31	11,802.63	11.0	10.1	11.1	1.4	1.3	1.2	13.8	13.8	11.4	1.6	1.6	1.7

資料來源：Bloomberg；凱基

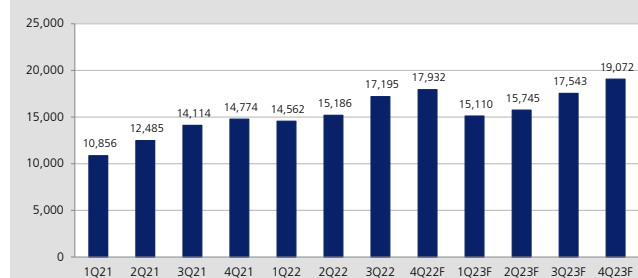
圖 5: 公司概況

南亞電路成立於 1997 年，2001 年開始對覆晶載板投產，2002 年開始於大陸昆山廠量產 PCB。2021 年產品營收佔比依技術應用區分約為 ABF 50%，BT 31%，PCB 19%。2021 年依終端應用則為 PC 20%，網通 45%，消費性電子 21%，汽車電子 10%，其他(AI/HPC) 4%。2021 年月產能 ABF 3,500 萬顆、BT 約 50 萬平方呎、PCB 板約 140 萬平方呎 (HDI 為 40 萬)。主要客戶包括博通(美)、輝達(美)、超微半導體(美)、蘋果(美)。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

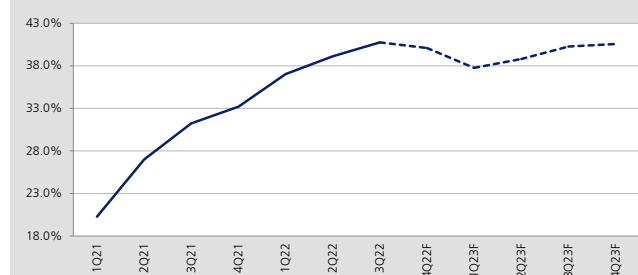
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

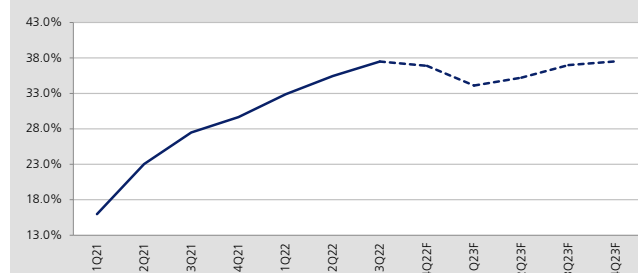
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

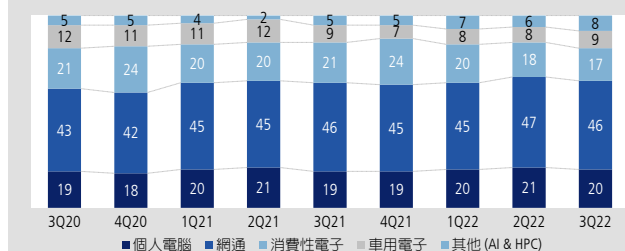
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: AI、GPU 及 5G 需求使網通產品營收占比逐年放大

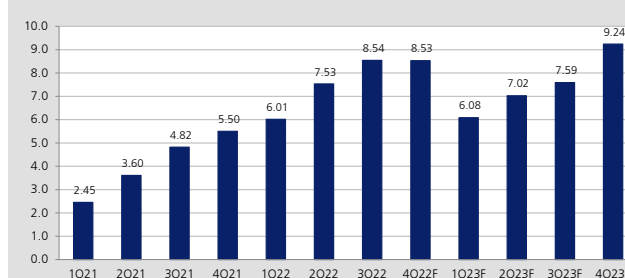
產品比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 每股盈利

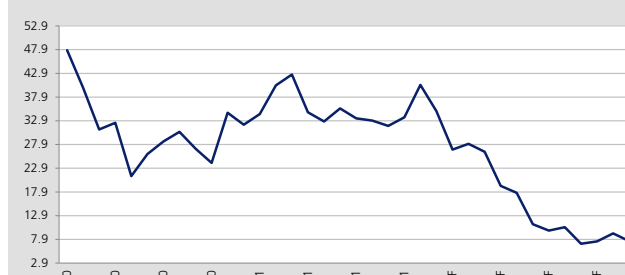
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

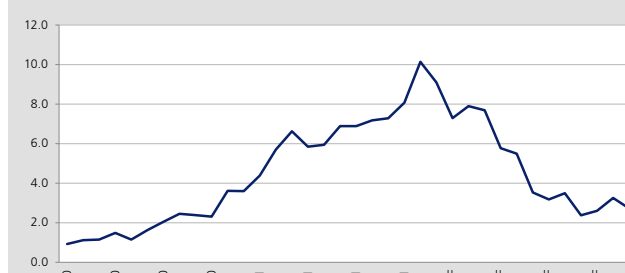
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

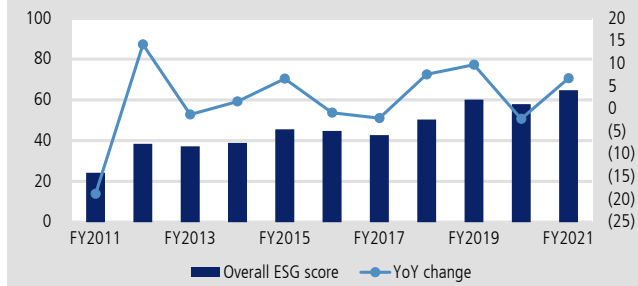
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 13：ESG 整體分數

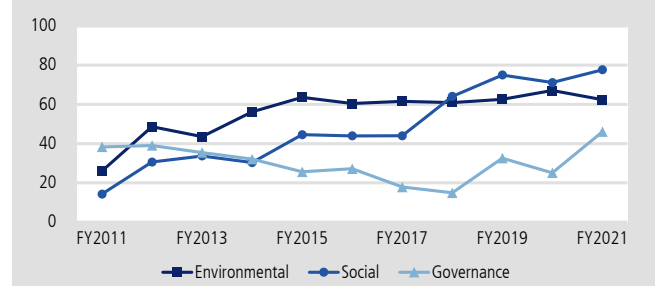
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：ESG 各項分數

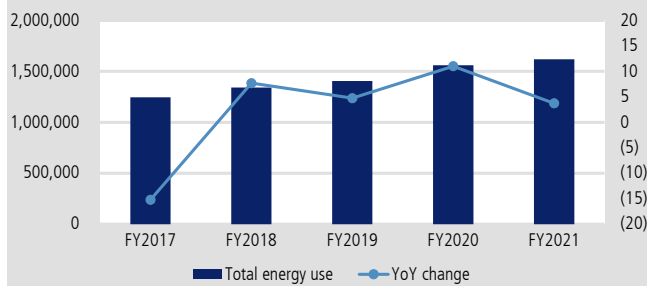
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：能源消耗

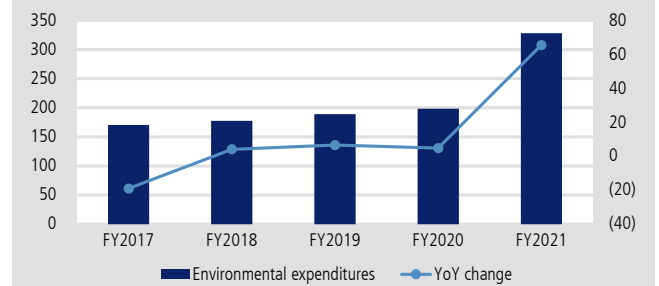
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：環境支出

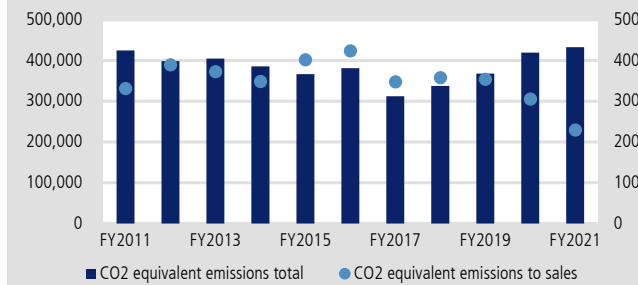
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：碳排放量

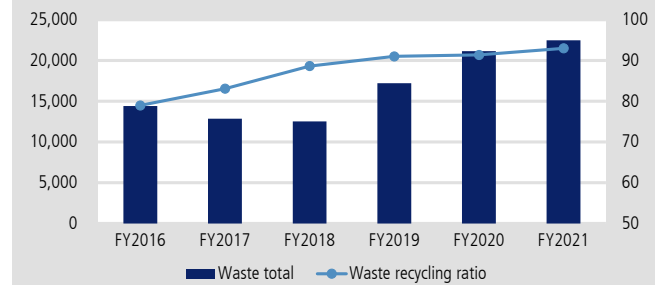
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：廢棄物總量

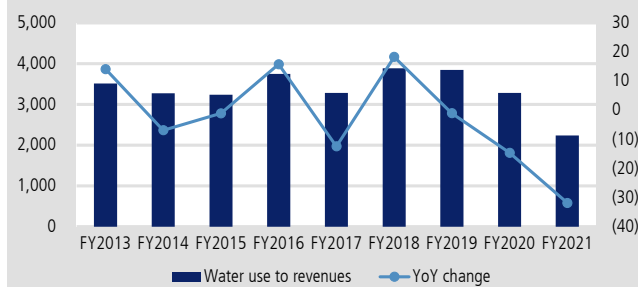
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：耗水量

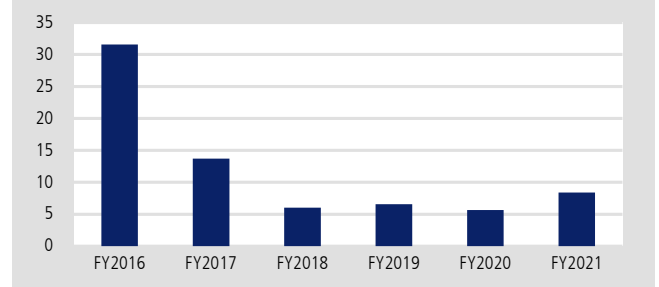
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20：員工流動率

員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	14,562	15,186	17,195	17,932	15,110	15,745	17,543	19,072	52,228	64,875	67,470
營業成本	(9,169)	(9,243)	(10,186)	(10,740)	(9,403)	(9,635)	(10,478)	(11,334)	(37,346)	(39,338)	(40,850)
營業毛利	5,393	5,943	7,009	7,193	5,707	6,110	7,065	7,738	14,883	25,537	26,620
營業費用	(606)	(561)	(563)	(579)	(554)	(565)	(575)	(582)	(2,012)	(2,309)	(2,276)
營業利益	4,786	5,382	6,446	6,614	5,153	5,545	6,490	7,156	12,871	23,228	24,344
折舊	(1,051)	(1,066)	(1,102)	(729)	(1,010)	(1,010)	(1,010)	(1,010)	(3,634)	(3,949)	(4,038)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	5,837	6,449	7,549	7,343	6,163	6,554	7,499	8,166	16,505	27,177	28,382
利息收入	10	29	37	29	29	29	29	29	47	104	116
投資利益淨額	13	21	19	12	12	12	12	12	47	65	48
其他營業外收入	421	645	1,007	80	100	100	100	100	530	2,153	400
總營業外收入	443	695	1,063	121	141	141	141	141	624	2,322	564
利息費用	(5)	(7)	(6)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(32)	(24)	(28)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(10)	7	(57)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(367)	(68)	(32)
總營業外費用	(15)	0	(63)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(399)	(92)	(60)
稅前純益	5,215	6,077	7,447	6,719	5,279	5,671	6,616	7,282	13,095	25,458	24,848
所得稅費用[利益]	(1,331)	(1,213)	(1,930)	(1,209)	(1,347)	(1,134)	(1,714)	(1,311)	(2,514)	(5,683)	(5,506)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目	0	0	0	-	-	-	-	-	-	0	-
稅後淨利	3,884	4,864	5,517	5,510	3,932	4,537	4,902	5,972	10,582	19,775	19,342
每股盈餘 (NT\$)	6.01	7.53	8.54	8.53	6.08	7.02	7.59	9.24	16.38	30.60	29.93
獲利率 (%)											
營業毛利率	37.0	39.1	40.8	40.1	37.8	38.8	40.3	40.6	28.5	39.4	39.5
營業利益率	32.9	35.4	37.5	36.9	34.1	35.2	37.0	37.5	24.6	35.8	36.1
EBITDA Margin	40.1	42.5	43.9	40.9	40.8	41.6	42.7	42.8	31.6	41.9	42.1
稅前純益率	35.8	40.0	43.3	37.5	34.9	36.0	37.7	38.2	25.1	39.2	36.8
稅後純益率	26.7	32.0	32.1	30.7	26.0	28.8	27.9	31.3	20.3	30.5	28.7
季成長率 (%)											
營業收入	(1.4)	4.3	13.2	4.3	(15.7)	4.2	11.4	8.7			
營業毛利	9.9	10.2	17.9	2.6	(20.7)	7.1	15.6	9.5			
營業收益增長	9.2	12.4	19.8	2.6	(22.1)	7.6	17.0	10.3			
EBITDA	8.2	10.5	17.1	(2.7)	(16.1)	6.4	14.4	8.9			
稅前純益	21.7	16.5	22.5	(9.8)	(21.4)	7.4	16.7	10.1			
稅後純益	9.3	25.2	13.4	(0.1)	(28.6)	15.4	8.0	21.8			
年成長率 (%)											
營業收入	34.1	21.6	21.8	21.4	3.8	3.7	2.0	6.4	35.6	24.2	4.0
營業毛利	145.1	76.3	59.0	46.6	5.8	2.8	0.8	7.6	158.7	71.6	4.2
營業收益	176.0	87.2	66.2	50.9	7.7	3.0	0.7	8.2	213.3	80.5	4.8
EBITDA	130.6	72.4	56.0	36.1	5.6	1.6	(0.7)	11.2	134.4	64.7	4.4
稅前純益	183.0	110.1	82.8	56.8	1.2	(6.7)	(11.2)	8.4	227.1	94.4	(2.4)
稅後純益	145.1	108.9	77.2	55.0	1.2	(6.7)	(11.2)	8.4	188.6	86.9	(2.2)

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F
資產總額	38,313	44,556	56,345	76,178	84,412
流動資產	21,351	23,256	30,176	36,877	38,817
現金及短期投資	9,350	8,573	13,194	16,932	18,106
存貨	4,267	4,989	5,348	5,633	5,850
應收帳款及票據	7,444	9,160	11,062	13,740	14,290
其他流動資產	290	535	572	572	572
非流動資產	16,962	21,300	26,170	39,301	45,596
長期投資	476	487	502	567	615
固定資產	15,019	19,710	24,471	37,537	43,784
什項資產	1,468	1,102	1,197	1,197	1,197
負債總額	9,089	12,194	15,866	22,016	22,098
流動負債	5,707	8,253	10,516	15,947	16,070
應付帳款及票據	1,894	3,721	3,658	3,853	4,001
短期借款	1,640	1,962	1,669	1,291	1,531
什項負債	2,172	2,570	5,189	10,804	10,539
長期負債	3,382	3,941	5,350	6,069	6,028
長期借款	-	469	227	947	905
其他負債及準備	3,382	3,471	5,123	5,123	5,123
股東權益總額	29,225	32,363	40,479	54,162	62,314
普通股本	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462
保留盈餘	236	3,476	11,301	20,440	29,411
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F
年成長率					
營業收入	7.8%	23.9%	35.6%	24.2%	4.0%
營業收益增長		5659.7%	213.3%	80.5%	4.8%
EBITDA	126.6%	160.0%	134.4%	64.7%	4.4%
稅後純益		1089.4%	188.6%	86.9%	(2.2)%
每股盈餘成長率		1089.4%	188.6%	86.9%	(2.2)%
獲利能力分析					
營業毛利率	5.2%	14.9%	28.5%	39.4%	39.5%
營業利益率	0.2%	10.7%	24.6%	35.8%	36.1%
EBITDA Margin	8.7%	18.3%	31.6%	41.9%	42.1%
稅後純益率	1.0%	9.5%	20.3%	30.5%	28.7%
平均資產報酬率	0.8%	8.8%	21.0%	29.8%	24.1%
股東權益報酬率	1.0%	11.9%	29.1%	41.8%	33.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	5.6%	7.5%	4.7%	4.1%	3.9%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	6.4	90.8	406.2	1,040.8	888.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.7	0.9	1.0	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	35.7	147.8	492.9	853.2	811.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.5	3.3	9.4	15.9	14.6
流動比率 (x)	3.7	2.8	2.9	2.3	2.4
速動比率 (x)	3.0	2.2	2.4	2.0	2.1
淨負債 (NT\$百萬)	(3,710)	(3,142)	(11,298)	(14,695)	(15,670)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	0.48	5.67	16.38	30.60	29.93
每股現金盈餘 (NT\$)	3.94	10.19	24.65	32.33	35.15
每股淨值 (NT\$)	45.23	50.08	62.64	83.82	96.44
調整後每股淨值 (NT\$)	45.23	50.08	62.64	83.82	96.44
每股營收 (NT\$)	48.12	59.60	80.83	100.40	104.42
EBITDA/Share (NT\$)	4.19	10.90	25.54	42.06	43.92
每股現金股利 (NT\$)	0.70	3.40	10.00	18.36	17.96
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.81	0.93	1.04	0.98	0.84
應收帳款周轉天數	87.4	87.0	77.3	77.3	77.3
存貨周轉天數	52.9	55.7	52.3	52.3	52.3
應付帳款周轉天數	23.5	41.6	35.7	35.7	35.7
現金轉換周轉天數	116.8	101.2	93.8	93.8	93.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F
營業收入	31,094	38,513	52,228	64,875	67,470
營業成本	(29,467)	(32,761)	(37,346)	(39,338)	(40,850)
營業毛利	1,627	5,752	14,883	25,537	26,620
營業費用	(1,555)	(1,644)	(2,012)	(2,309)	(2,276)
營業利益	71	4,108	12,871	23,228	24,344
總營業外收入	512	475	624	2,322	564
利息收入	122	82	47	104	116
投資利益淨額	2	42	47	65	48
其他營業外收入	389	351	530	2,153	400
總營業外費用	(198)	(579)	(399)	(92)	(60)
利息費用	(71)	(45)	(32)	(24)	(28)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(127)	(535)	(367)	(68)	(32)
稅前純益	385	4,003	13,095	25,458	24,848
所得稅費用[利益]	(77)	(337)	(2,514)	(5,683)	(5,506)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	0	-
稅後淨利	308	3,666	10,582	19,775	19,342
EBITDA	2,708	7,041	16,505	27,177	28,382
每股盈餘 (NT\$)	0.48	5.67	16.38	30.60	29.93

現金流量

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F
營運活動之現金流量	2,545	6,587	15,929	20,890	22,714
本期純益	308	3,666	10,582	19,775	19,342
折舊及攤提	2,637	2,933	3,634	3,949	4,038
本期運用資金變動	(525)	(610)	(2,325)	(2,769)	(618)
其他營業資產及負債變動	125	598	4,038	(65)	(48)
投資活動之現金流量	(7,800)	(6,312)	(5,391)	(17,015)	(10,285)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	(473)	-	-	-	-
資本支出淨額	(3,858)	(7,357)	(8,451)	(17,015)	(10,285)
其他資產變動	(3,470)	1,045	3,061	-	-
自由現金流	(1,692)	(1,272)	3,258	2,209	12,085
融資活動之現金流量	(194)	105	(2,892)	(138)	(11,255)
短期借款變動	1,289	165	(590)	-	-
長期借款變動	(937)	626	56	341	198
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(452)	(452)	(2,197)	(6,462)	(12,076)
其他融資現金流	(93)	(234)	(161)	5,983	622
匯率影響數	(156)	(156)	(25)	-	-
本期產生現金流量	(5,605)	223	7,621	3,737	1,174
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F
1 - 營業成本/營業收入	5.2%	14.9%	28.5%	39.4%	39.5%
- 銷管費用/營業收入	5.0%	4.3%	3.9%	3.6%	3.4%
= 營業利益率	0.2%	10.7%	24.6%	35.8%	36.1%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.3	1.3	1.5	1.5	1.3
營業利益率	0.2%	10.7%	24.6%	35.8%	36.1%
x 資本周轉率	1.3	1.3	1.5	1.5	1.3
x (1 - 有效現金稅率)	80.0%	91.6%	80.8%	77.7%	77.8%
= 稅後 ROIC	0.2%	12.9%	30.8%	41.0%	37.0%

資料來源：公司資料，凱基

南電 - 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2022-11-03	增加持股	275	217
2022-10-04	增加持股	265	198
2022-08-04	增加持股	367	235
2022-07-04	增加持股	390	244
2022-05-05	增加持股	590	418
2022-04-11	增加持股	600	455
2022-02-25	增加持股	650	524
2022-01-18	增加持股	625	545
2021-11-09	增加持股	650	542
2021-09-13	增加持股	514	434

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號 #13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。