

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

中美晶

(5483.TWO/5483 TT)



持有 · 調降

收盤價 March 16 (NT\$)	159.0
12 個月目標價 (NT\$)	164.0
前次目標價 (NT\$)	164.0
上調 (%)	2.2
上漲空間 (%)	3.1

焦點內容

4Q22 EPS 達 4.32 元，其中非半導體晶圓業務每股虧損 0.73 元。基於 2023 年非半導體晶圓業務動能孱弱，凱基下修 EPS 預估 6%。考量股價上檔受限，我們將評等由「增加持股」調降至「持有」。

交易資料表

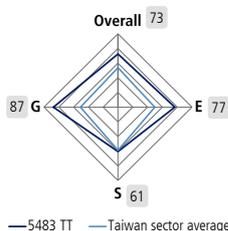
市值：(NT\$bn/US\$mn)	93.21 /
流通在外股數 (百萬股)：	586
外資持有股數 (百萬股)：	164.7
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.29
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	117.0 - 183.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	3.6	-0.9	-6.8
相對表現 (%)	-1.2	-5.4	3.4

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	2.49A	3.61A	3.12A	2.39A
2022	2.16A	3.11A	5.28A	4.32F
2023	4.18F	4.19F	4.27F	4.52F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

梁姿嫻, CFA
886.2.2181.87298
jenliang@kgi.com

李承泰
886.2.2181.8729
terry.lee@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

2023 年非半導體晶圓業務缺乏動能

重要訊息

中美晶公告 2022 年 EPS 14.87 元，年增 28%。

評論及分析

4Q22 非半導體晶圓業務每股虧損 0.73 元，合併 EPS 4.32 元。若不計入持股 51.17% 的環球晶 (6488.TWO, NT\$505, 持有) 財務，中美晶 4Q22 營收季減 21% 至 28.2 億元，營業利益則轉為虧損 6.30 億元。面對產業逆風，太陽能業務、持股 27.62% 的宏捷科 (8086.TWO, NT\$72.1, 未評等) 與持股 30.09% 的台特化 (4772.TWO, NT\$85, 未評等) 4Q22 營收分別季減 18%、37% 與 29%。產品 ASP 重挫與年底庫存跌價損失拖累太陽能業務，毛利率因此由正轉負，宏捷科則認列 4Q22 本業虧損 0.71 億元。4Q22 轉投資的收益同樣較前一季萎縮，主因持股 22.75% 的朋程 (8255.TWO, NT\$161, 未評等) 獲利季減。全年 EPS 共計 14.87 元，其中環球晶與非半導體晶圓業務分別貢獻 13.41 元、1.45 元，年增 29% 與 16%。

凱基將 2023 年預估 EPS 下修至 17.15 元，年增 15%，反映非半導體晶圓的 EPS 貢獻調低至 1.56 元。我們維持環球晶 2023 年獲利預估，並預期今年該公司將貢獻中美晶 EPS 15.59 元，年增 16%。但凱基將非半導體晶圓業務與轉投資的 EPS 貢獻下調 45% 至 1.56 元，隱含 7% 年增率，反映半導體產業逆風及太陽能業務成本上升。據此，我們將 2023 年合併營收調降 6% 至 821 億元，其中非晶圓業務年增 1% 至佔比 14%；2023 年 EPS 則下修 6% 為 17.15 元，其中環球晶貢獻 91%。

透過續興 (台；未上市) 與盛達 (3027 TT, NT\$43.15, 未評等) 新增綠能解決方案。續興成立之目的為提供全方位綠能解決方案，並為參與者搭建橋樑，滿足各方需求。中美晶也投資 5.30 億元取得盛達 13.08% 股份，並藉由此次入股跨足儲能、微電網整合及運具電動化。這些投資和公司目前的太陽能產品相輔相成。盛達公告 2022 年稅後淨利 4,000 萬元，隱含在創造綜效前可每年貢獻中美晶 500 萬元以上的投資收入。

投資建議

我們維持 12 個月目標價 164 元，評價基準為 2023-24 年 EPS 預估平均的 9 倍。考量股價上檔有限且非半導體晶圓業務展望疲弱，我們從「增加持股」調降至「持有」評等。

投資風險

半導體晶圓長約執行風險與太陽能及轉投資貢獻疲弱。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	61,397	68,841	81,871	82,070	90,933
營業毛利 (NT\$百萬)	21,114	24,527	31,929	30,374	33,329
營業利益 (NT\$百萬)	14,932	18,080	25,400	23,146	25,838
稅後淨利 (NT\$百萬)	6,326	6,811	8,716	10,051	11,301
每股盈餘 (NT\$)	10.82	11.62	14.87	17.15	19.28
每股現金股利 (NT\$)	5.50	8.00	10.00	11.00	12.50
每股盈餘成長率 (%)	180.5	7.4	28.0	15.3	12.4
本益比 (x)	14.7	13.7	10.7	9.3	8.2
股價淨值比 (x)	3.3	3.3	2.9	2.6	2.1
EV/EBITDA (x)	6.0	2.9	4.0	4.6	4.6
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	3.5	5.0	6.3	6.9	7.9
股東權益報酬率 (%)	23.1	24.0	28.9	29.7	28.4

資料來源：公司資料、凱基

圖 1：4Q22 財報

百萬元	合併財報			環球晶			太陽能/母公司		
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)
營收	21,205	(1.9)	17.3	18,388	1.9	16.7	2,817	(21.2)	20.8
毛利	7,668	(10.1)	11.6	7,857	(0.4)	20.9	(189)	-	-
營業利益	5,732	(13.9)	15.1	6,362	0.5	32.0	(630)	-	-
稅前淨利	8,159	9.1	106.2	8,770	25.0	141.8	(610)	-	-
稅後淨利 (含少數權益)	5,225	(6.4)	114.0	5,794	13.4	173.3	(569)	-	-
對中美晶之獲利貢獻	2,535	(18.1)	80.7	2,965	13.4	173.1	(430)	-	-
對中美晶每股盈餘之貢獻(元)	4.32	(18.1)	80.7	5.06	13.4	173.1	(0.73)	-	-
毛利率 (%)	36.2	(3.3) ppts	(1.8) ppts	42.7	(1.0) ppts	1.5 ppts	(6.7)	(24.7) ppts	(22.7) ppts
營利率 (%)	27.0	(3.8) ppts	(0.5) ppts	34.6	(0.5) ppts	4.0 ppts	(22.4)	(31.6) ppts	(29.4) ppts
淨利率 (%)	24.6	(1.2) ppts	11.1 ppts	31.5	3.2 ppts	18.1 ppts	(20.2)	(33.5) ppts	(34.0) ppts

資料來源：公司資料：凱基

圖 2：4Q22 財報與 1Q23 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	4Q22							1Q23F						
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	21,205	22,345	(5.1)	(1.9)	17.3	21,775	(2.6)	20,078	20,851	(3.7)	(5.3)	7.0	20,683	(2.9)
毛利	7,668	8,888	(13.7)	(10.1)	11.6	8,634	(11.2)	7,647	7,627	0.3	(0.3)	2.5	7,746	(1.3)
營業利益	5,732	6,983	(17.9)	(13.9)	15.1	6,703	(14.5)	5,890	5,797	1.6	2.8	(5.1)	5,898	(0.1)
稅後淨利	2,535	2,987	(15.1)	(18.1)	80.7	3,408	(25.6)	2,448	2,553	(4.1)	(3.4)	93.5	2,545	(3.8)
每股盈餘(元)	4.32	5.10	(15.1)	(18.1)	80.7	5.82	(25.6)	4.18	4.35	(4.1)	(3.4)	93.5	4.34	(3.8)
毛利率 (%)	36.2	39.8	(3.6) ppts	(3.3) ppts	(1.8) ppts	39.7	(3.5) ppts	38.1	36.6	1.5 ppts	1.9 ppts	(1.7) ppts	37.5	0.6 ppts
營利率 (%)	27.0	31.3	(4.2) ppts	(3.8) ppts	(0.5) ppts	30.8	(3.8) ppts	29.3	27.8	1.5 ppts	2.3 ppts	(3.7) ppts	28.5	0.8 ppts
淨利率 (%)	12.0	13.4	(1.4) ppts	(2.4) ppts	4.2 ppts	15.7	(3.7) ppts	12.2	12.2	(0.1) ppts	0.2 ppts	5.5 ppts	12.3	(0.1) ppts

資料來源：Refinitiv：凱基

圖 3：2022 年財報與 2023 年財測修正 vs. 市場共識

百萬元	2022						2023F					
	實際數	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	81,871	83,011	(1.4)	18.9	82,251	(0.5)	82,070	86,869	(5.5)	0.2	88,583	(7.4)
毛利	31,929	33,150	(3.7)	30.2	32,818	(2.7)	30,374	31,470	(3.5)	(4.9)	33,086	(8.2)
營業利益	25,400	26,651	(4.7)	40.5	26,452	(4.0)	23,146	23,952	(3.4)	(8.9)	26,530	(12.8)
稅後淨利	8,716	9,168	(4.9)	28.0	9,435	(7.6)	10,051	10,689	(6.0)	15.3	11,338	(11.3)
每股盈餘(元)	14.87	15.64	(4.9)	28.0	16.10	(7.6)	17.15	18.23	(6.0)	15.3	19.34	(11.3)
毛利率 (%)	39.0	39.9	(0.9) ppts	3.4 ppts	39.9	(0.9) ppts	37.0	36.2	0.8 ppts	(2.0) ppts	37.4	(0.3) ppts
營利率 (%)	31.0	32.1	(1.1) ppts	4.8 ppts	32.2	(1.1) ppts	28.2	27.6	0.6 ppts	(2.8) ppts	29.9	(1.7) ppts
淨利率 (%)	10.6	11.0	(0.4) ppts	0.8 ppts	11.5	(0.8) ppts	12.2	12.3	(0.1) ppts	1.6 ppts	12.8	(0.6) ppts

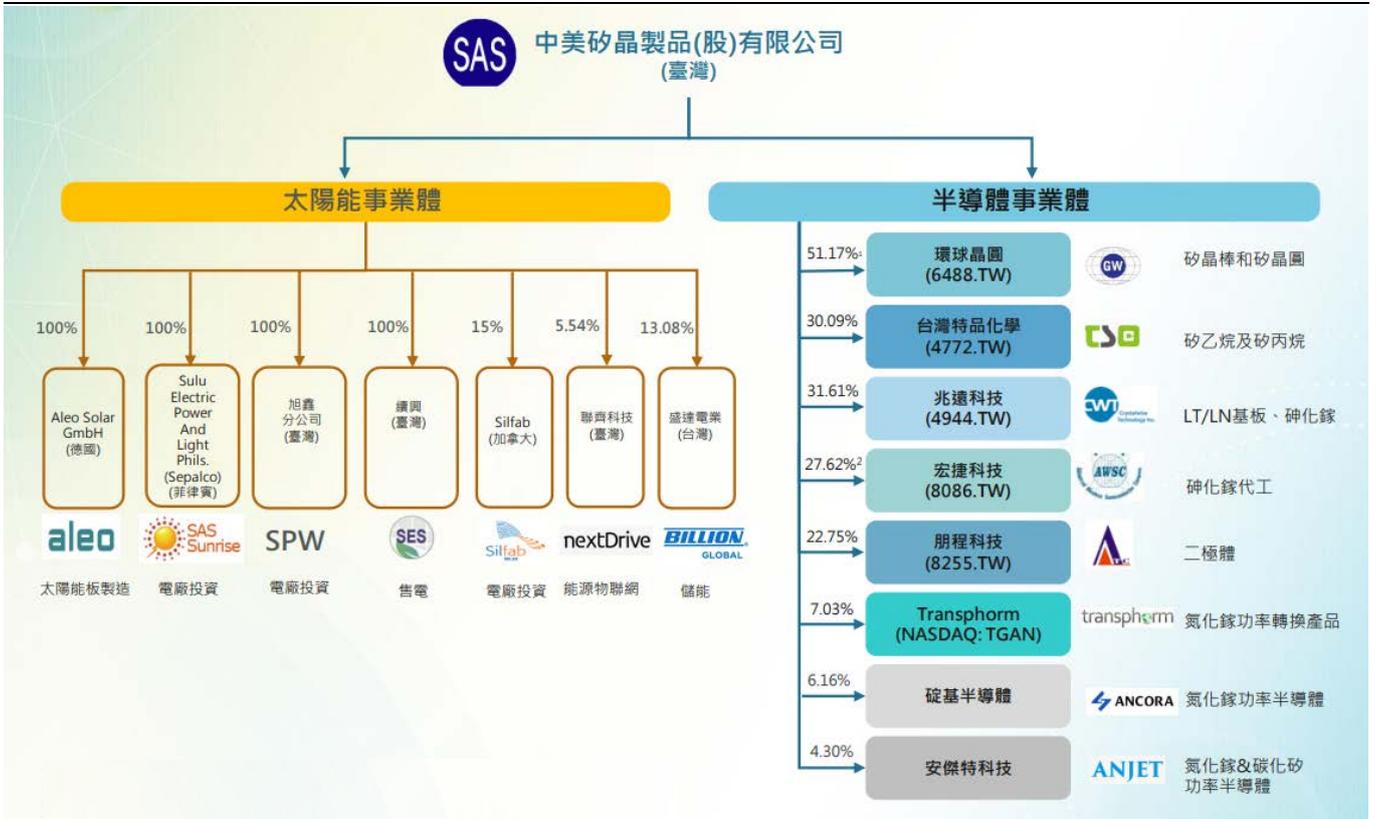
資料來源：Refinitiv：凱基

圖 4：中美晶獲利預估

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
營收	18,769	20,271	21,626	21,205	20,078	19,493	20,710	21,789	81,871	82,070	90,933
太陽能(含台特化與宏捷科)	2,463	2,731	3,574	2,817	2,371	2,782	3,180	3,330	11,585	11,662	13,447
環球晶	16,307	17,540	18,053	18,388	17,707	16,712	17,530	18,459	70,287	70,408	77,486
毛利	7,462	8,265	8,534	7,668	7,647	7,129	7,594	8,004	31,929	30,374	33,329
太陽能(含台特化與宏捷科)	514	620	643	-189	339	438	542	583	92	192	423
環球晶	6,948	7,645	7,892	7,857	7,308	6,691	7,051	7,421	30,342	28,472	30,713
營業淨利	6,205	6,804	6,658	5,732	5,890	5,375	5,764	6,117	25,400	23,146	25,838
太陽能(含台特化與宏捷科)	314	403	329	-630	78	155	247	283	417	763	1,419
環球晶	5,891	6,401	6,329	6,362	5,812	5,220	5,518	5,834	24,983	22,383	24,419
稅後淨利	1,265	1,821	3,095	2,535	2,448	2,454	2,501	2,648	8,716	10,051	11,301
太陽能(含台特化與宏捷科)	319	419	406	-449	89	167	258	291	694	805	1,444
環球晶	893	1,390	2,615	2,965	2,339	2,260	2,212	2,325	7,863	9,136	9,725
其他轉投資	53	12	74	19	19	27	31	32	158	110	132
每股盈餘(元)	2.16	3.11	5.28	4.32	4.18	4.19	4.27	4.52	14.87	17.15	19.28
太陽能(含台特化與宏捷科)	0.54	0.71	0.69	-0.77	0.15	0.29	0.44	0.50	1.18	1.37	2.46
環球晶	1.52	2.37	4.46	5.06	3.99	3.86	3.77	3.97	13.41	15.59	16.59
其他轉投資	0.09	0.02	0.13	0.03	0.03	0.05	0.05	0.06	0.27	0.19	0.23
毛利率(%)	39.8	40.8	39.5	36.2	38.1	36.6	36.7	36.7	39.0	37.0	36.7
太陽能(含台特化與宏捷科)	20.9	22.7	18.0	(6.7)	14.3	15.8	17.1	17.5	0.8	1.6	3.1
環球晶	42.6	43.6	43.7	42.7	41.3	40.0	40.2	40.2	43.2	40.4	39.6
營利率(%)	33.1	33.6	30.8	27.0	29.3	27.6	27.8	28.1	31.0	28.2	28.4
太陽能(含台特化與宏捷科)	12.8	14.8	9.2	(22.4)	3.3	5.6	7.8	8.5	3.6	6.5	10.6
環球晶	36.1	36.5	35.1	34.6	32.8	31.2	31.5	31.6	35.5	31.8	31.5
淨利率(%)	6.7	9.0	14.3	12.0	12.2	12.6	12.1	12.2	10.6	12.2	12.4
太陽能(含台特化與宏捷科)	12.9	15.3	11.3	(15.9)	3.8	6.0	8.1	8.7	6.0	6.9	10.7
環球晶	5.5	7.9	14.5	16.1	13.2	13.5	12.6	12.6	11.2	13.0	12.6

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5：中美晶集團組織結構一覽



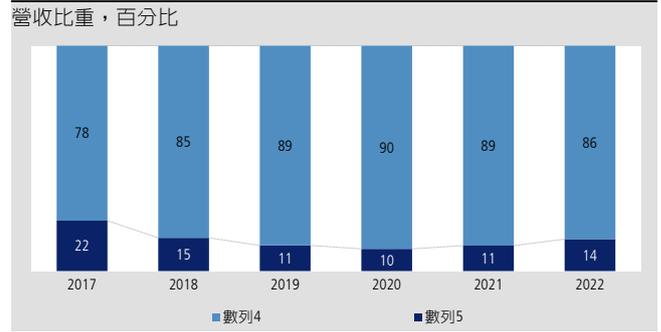
資料來源：公司資料；凱基

圖 6：公司概況

中美晶成立於 1981 年，起初是臺灣一家中小型半導體晶圓製造商，後來涉足太陽能晶圓和藍寶石基板業務。中美晶於 2011 年分拆半導體矽晶圓業務，並於 2014 年將其半導體矽晶圓部門掛牌，截至 2021 年持有環球晶 (6488.TWO, NT\$505, 持有) 51.17% 的股份。該公司在 2018 年進行了太陽能業務重組，導致虧損的太陽能晶圓業務大幅縮減。太陽能業務和半導體矽晶圓分別占 2022 年營收的 14% 和 86%。

資料來源：凱基

圖 7：營收結構



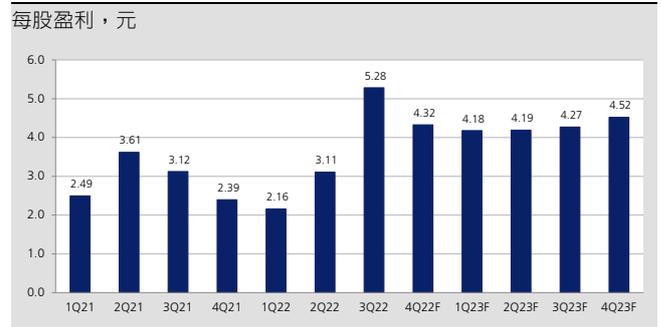
資料來源：凱基

圖 8：季營業收入



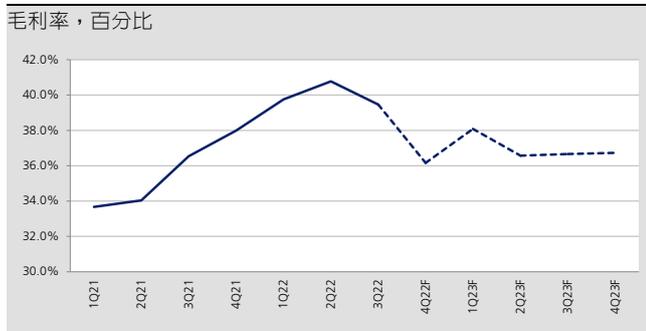
資料來源：凱基

圖 9：每股盈利



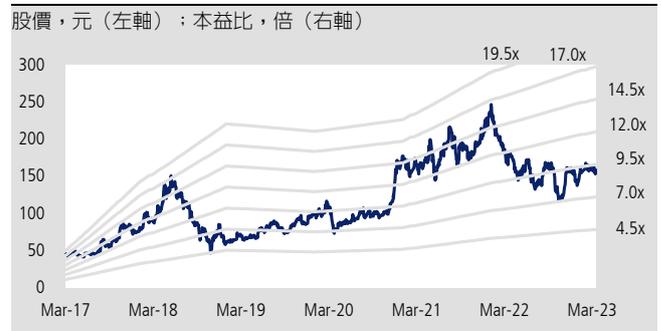
資料來源：凱基

圖 10：毛利率



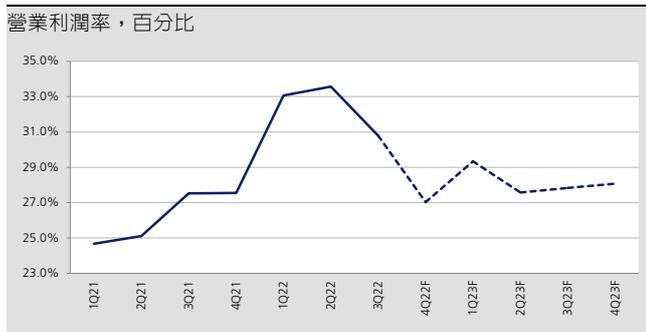
資料來源：凱基

圖 11：未來一年預估本益比



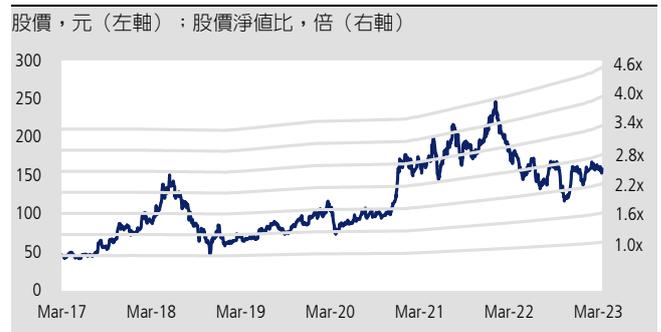
資料來源：凱基

圖 12：營業利潤率



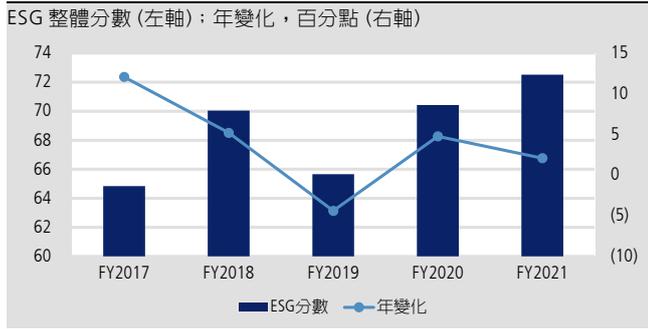
資料來源：凱基

圖 13：未來一年預估股價淨值比



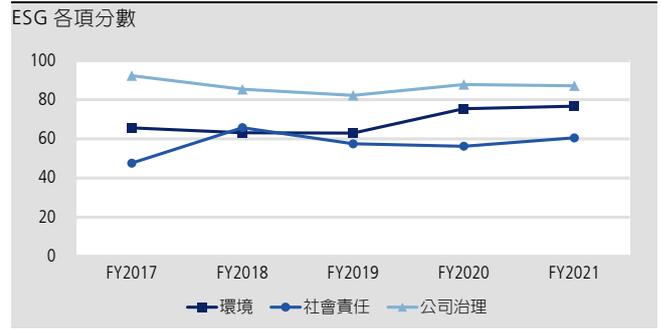
資料來源：凱基

圖 14 : ESG 整體分數



資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15 : ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16 : 能源消耗



資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17 : 碳排放量



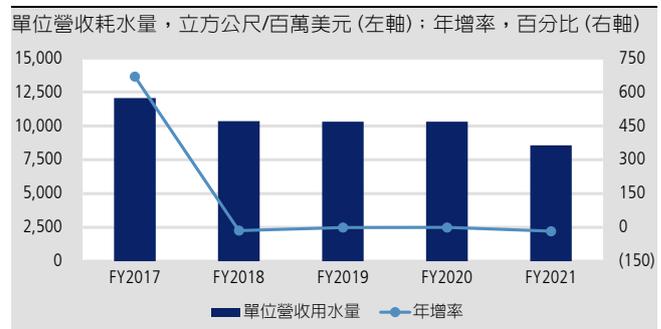
資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18 : 廢棄物總量



資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19 : 耗水量



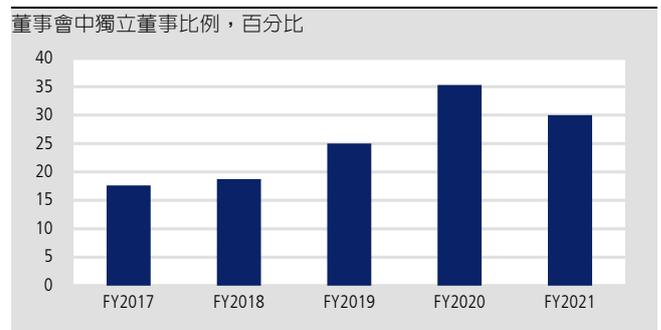
資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20 : 性別多樣性



資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21 : 獨立董事



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

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	18,769	20,271	21,626	21,205	20,078	19,493	20,710	21,789	81,871	82,070	90,933
營業成本	(11,307)	(12,006)	(13,092)	(13,537)	(12,431)	(12,364)	(13,116)	(13,785)	(49,942)	(51,696)	(57,604)
營業毛利	7,462	8,265	8,534	7,668	7,647	7,129	7,594	8,004	31,929	30,374	33,329
營業費用	(1,257)	(1,461)	(1,876)	(1,936)	(1,757)	(1,754)	(1,830)	(1,887)	(6,529)	(7,228)	(7,491)
營業利益	6,205	6,804	6,658	5,732	5,890	5,375	5,764	6,117	25,400	23,146	25,838
折舊	(1,585)	(1,632)	(1,782)	(1,900)	(2,040)	(2,120)	(2,320)	(2,490)	(6,898)	(8,970)	(11,400)
攤提	(61)	(61)	(135)	(135)	(139)	(139)	(139)	(139)	(392)	(556)	(556)
EBITDA	7,851	8,497	8,575	7,767	8,069	7,634	8,223	8,746	32,690	32,672	37,794
利息收入	81	151	330	604	545	525	505	485	1,166	2,059	1,644
投資利益淨額	53	410	77	19	19	431	31	32	559	514	468
其他營業外收入	(0)	-	0	0	(0)	0	0	0	-	0	(0)
總營業外收入	134	561	407	623	564	955	536	517	1,726	2,573	2,113
利息費用	(120)	(126)	(133)	(156)	(190)	(190)	(190)	(190)	(534)	(759)	(759)
投資損失	(53)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(5,464)	(2,751)	545	1,960	-	-	-	-	(5,763)	-	-
總營業外費用	(5,637)	(2,877)	413	1,804	(190)	(190)	(190)	(190)	(6,297)	(759)	(759)
稅前純益	703	4,488	7,478	8,159	6,265	6,140	6,111	6,444	20,829	24,960	27,192
所得稅費用[利益]	1,446	(1,286)	(1,893)	(2,935)	(1,602)	(1,543)	(1,506)	(1,581)	(4,668)	(6,232)	(6,602)
少數股東損益	(884)	(1,381)	(2,490)	(2,690)	(2,215)	(2,143)	(2,104)	(2,216)	(7,445)	(8,677)	(9,289)
非常項目稅後純益	1,265	1,821	3,095	2,535	2,448	2,454	2,501	2,648	8,716	10,051	11,301
非常項目	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,265	1,821	3,095	2,535	2,448	2,454	2,501	2,648	8,716	10,051	11,301
每股盈餘 (NT\$)	2.16	3.11	5.28	4.32	4.18	4.19	4.27	4.52	14.87	17.15	19.28
獲利率 (%)											
營業毛利率	39.8	40.8	39.5	36.2	38.1	36.6	36.7	36.7	39.0	37.0	36.7
營業利益率	33.1	33.6	30.8	27.0	29.3	27.6	27.8	28.1	31.0	28.2	28.4
EBITDA Margin	41.8	41.9	39.6	36.6	40.2	39.2	39.7	40.1	39.9	39.8	41.6
稅前純益率	3.7	22.1	34.6	38.5	31.2	31.5	29.5	29.6	25.4	30.4	29.9
稅後純益率	6.7	9.0	14.3	12.0	12.2	12.6	12.1	12.2	10.6	12.2	12.4
季成長率 (%)											
營業收入	3.8	8.0	6.7	(1.9)	(5.3)	(2.9)	6.2	5.2			
營業毛利	8.6	10.8	3.3	(10.1)	(0.3)	(6.8)	6.5	5.4			
營業收益增長	24.6	9.6	(2.1)	(13.9)	2.8	(8.8)	7.2	6.1			
EBITDA	18.6	8.2	0.9	(9.4)	3.9	(5.4)	7.7	6.4			
稅前純益	(82.2)	538.5	66.6	9.1	(23.2)	(2.0)	(0.5)	5.5			
稅後純益	(9.8)	43.9	69.9	(18.1)	(3.4)	0.3	1.9	5.9			
年成長率 (%)											
營業收入	16.9	18.0	23.4	17.3	7.0	(3.8)	(4.2)	2.8	18.9	0.2	10.8
營業毛利	38.1	41.3	33.3	11.6	2.5	(13.7)	(11.0)	4.4	30.2	(4.9)	9.7
營業收益	56.7	57.7	38.0	15.1	(5.1)	(21.0)	(13.4)	6.7	40.5	(8.9)	11.6
EBITDA	40.0	43.3	33.3	17.3	2.8	(10.2)	(4.1)	12.6	32.9	(0.1)	15.7
稅前純益	(80.5)	(18.5)	81.0	106.2	791.1	36.8	(18.3)	(21.0)	21.1	19.8	8.9
稅後純益	(13.4)	(14.0)	69.3	80.7	93.5	34.8	(19.2)	4.5	28.0	15.3	12.4

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	109,953	167,251	196,609	209,602	223,874
流動資產	52,691	91,219	116,052	110,357	93,917
現金及短期投資	29,747	67,453	83,612	77,229	59,740
存貨	7,929	8,646	10,790	11,414	12,114
應收帳款及票據	8,407	9,889	11,338	11,401	11,751
其他流動資產	6,608	5,231	10,312	10,312	10,312
非流動資產	57,262	76,032	80,558	99,245	129,957
長期投資	7,761	26,619	13,284	13,798	14,266
固定資產	42,455	40,428	51,878	70,608	101,408
什項資產	7,046	8,984	15,395	14,839	14,283
負債總額	60,283	115,088	128,478	128,897	125,804
流動負債	32,557	35,222	43,602	44,022	40,928
應付帳款及票據	4,204	4,586	5,130	5,257	5,387
短期借款	10,804	7,791	9,831	9,831	9,831
什項負債	17,549	22,845	28,641	28,934	25,710
長期負債	27,726	79,866	84,875	84,875	84,875
長期借款	1,048	46,124	43,648	43,648	43,648
其他負債及準備	25,950	33,061	40,518	40,518	40,518
股東權益總額	49,669	52,163	68,132	80,704	98,071
普通股	5,862	5,862	5,862	5,862	5,862
保留盈餘	4,161	7,136	7,668	10,344	17,014
少數股東權益	21,509	23,626	36,259	44,936	54,225
優先股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(6.3%)	12.1%	18.9%	0.2%	10.8%
營業收益增長	10.5%	21.1%	40.5%	(8.9%)	11.6%
EBITDA	11.5%	16.7%	32.9%	(0.1%)	15.7%
稅後純益	181.4%	7.7%	28.0%	15.3%	12.4%
每股盈餘成長率	180.5%	7.4%	28.0%	15.3%	12.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	34.4%	35.6%	39.0%	37.0%	36.7%
營業利益率	24.3%	26.3%	31.0%	28.2%	28.4%
EBITDA Margin	34.3%	35.7%	39.9%	39.8%	41.6%
稅後純益率	10.3%	9.9%	10.6%	12.2%	12.4%
平均資產報酬率	5.8%	4.9%	4.8%	4.9%	5.2%
股東權益報酬率	23.1%	24.0%	28.9%	29.7%	28.4%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	23.9%	103.4%	78.5%	66.3%	54.5%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	154.3	52.8	40.0	33.9	36.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	137.6	93.2	72.7	35.8	41.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.3	3.8	3.7	2.6	2.9
流動比率 (x)	1.6	2.6	2.7	2.5	2.3
速動比率 (x)	1.4	2.3	2.4	2.2	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	(11,961)	(13,203)	(29,768)	(23,386)	(5,896)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	10.82	11.62	14.87	17.15	19.28
每股現金盈餘 (NT\$)	24.93	52.85	66.19	46.36	53.15
每股淨值 (NT\$)	48.04	48.68	54.37	61.02	74.79
調整後每股淨值 (NT\$)	48.15	48.68	54.37	61.02	74.79
每股營收 (NT\$)	104.97	117.43	139.66	140.00	155.12
EBITDA/Share (NT\$)	36.04	41.95	55.76	55.73	64.47
每股現金股利 (NT\$)	5.50	8.00	10.00	11.00	12.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.56	0.50	0.45	0.40	0.42
應收帳款周轉天數	50.1	52.4	50.5	50.7	47.3
存貨周轉天數	72.0	71.2	78.9	80.6	77.0
應付帳款周轉天數	38.2	37.8	37.5	37.1	34.2
現金轉換周轉天數	84.0	85.9	91.9	94.2	90.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	61,397	68,841	81,871	82,070	90,933
營業成本	(40,284)	(44,315)	(49,942)	(51,696)	(57,604)
營業毛利	21,114	24,527	31,929	30,374	33,329
營業費用	(6,182)	(6,447)	(6,529)	(7,228)	(7,491)
營業利益	14,932	18,080	25,400	23,146	25,838
總營業外收入	273	651	1,726	2,573	2,113
利息收入	260	148	1,166	2,059	1,644
投資利益淨額	13	503	559	514	468
其他營業外收入	-	-	-	0	(0)
總營業外費用	1,033	(1,526)	(6,297)	(759)	(759)
利息費用	(106)	(332)	(534)	(759)	(759)
投資損失	(25)	-	-	-	-
其他營業外費用	1,164	(1,193)	(5,763)	-	-
稅前純益	16,238	17,206	20,829	24,960	27,192
所得稅費用 [利益]	(3,527)	(4,590)	(4,668)	(6,232)	(6,602)
少數股東損益	(6,385)	(5,804)	(7,445)	(8,677)	(9,289)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	6,326	6,811	8,716	10,051	11,301
EBITDA	21,080	24,591	32,690	32,672	37,794
每股盈餘 (NT\$)	10.82	11.62	14.87	17.15	19.28

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	14,581	30,982	38,801	27,180	31,159
本期純益	6,326	6,811	8,716	10,051	11,301
折舊及攤提	6,148	6,511	7,290	9,526	11,956
本期運用資金變動	(473)	(1,518)	293	(855)	(5,023)
其他營業資產及負債變動	2,580	19,178	22,502	8,456	12,925
投資活動之現金流量	(17,566)	(19,212)	(15,434)	(27,700)	(42,200)
投資用短期投資出售 [新購]	(3,341)	(14,116)	-	-	-
本期長期投資變動	(3,441)	(211)	(718)	-	-
資本支出淨額	(9,169)	(6,011)	(13,616)	(27,700)	(42,200)
其他資產變動	(1,615)	1,125	(1,101)	-	-
自由現金流	7,838	12,013	13,283	(2,217)	(16,258)
融資活動之現金流量	(8,166)	34,292	(8,207)	(5,862)	(6,448)
短期借款變動	676	(3,012)	2,037	-	-
長期借款變動	(238)	46,642	(2,472)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(8,244)	(9,101)	(8,489)	(5,862)	(6,448)
其他融資現金流	(360)	(238)	717	-	-
匯率影響數	62	(2,757)	971	-	-
本期產生現金流量	(11,089)	43,305	16,130	(6,383)	(17,489)

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	10.1%	9.4%	8.0%	8.8%	8.2%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	24.3%	26.3%	31.0%	28.2%	28.4%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.6	0.6	0.9	1.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	1.4	1.7	1.5	1.1	0.8
營業利率率	24.3%	26.3%	31.0%	28.2%	28.4%
x 資本周轉率	1.4	1.7	1.5	1.1	0.8
x (1 - 有效現金稅率)	78.3%	73.3%	77.6%	75.0%	75.7%
= 稅後 ROIC	26.1%	33.2%	35.6%	23.4%	17.9%

資料來源：公司資料，凱基

中美晶 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2022-07-21	增加持股	182.0	145.5
2022-07-19	增加持股	182.0	139.0
2022-05-05	增加持股	219.0	157.5
2022-03-17	增加持股	254.0	180.0
2022-03-07	增加持股	251.0	173.0
2022-02-06	增加持股	295.0	209.5
2021-11-22	增加持股	299.0	205.5

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 未評等 (R)	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。
*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。