

王子威  
(886-2)2563-6262  
wavy.wang@firstsec.com.tw

中立

Price(08/13):76.3

Target Price : 79

# 中磊(5388)

中立, TP 79 (潛在報酬 3.54%)

中磊 19H1 在產移轉移至第三地加上客戶提前拉貨影響下使得營收動能較弱，但在改變營運模式加上產品組合轉佳下使得毛利大幅提升，下半年在新產能逐漸步上軌道加上北美客戶恢復拉貨下營收衰退幅度將逐漸縮小。20 年預期在新產品開始量產下營收獲利將雙重回成長態勢。綜合以上，研究部估計中磊在 2020 年合併營收 387.99 億元，YoY 21.32%，毛利率 16.10%，YoY -0.49ppt，稅後純益 12.93 億元，YoY 21.32%，EPS 5.26 元。考量公司仍處於轉型陣痛期，但目前已度過營運谷底營運將逐季成長，研究部給予 15 倍本益比，目標價 79 元，給予中立的投資建議。

● 近期投資評等

➢ 公司簡介：

中磊成立於 1992 年，公司為專業無線寬頻設備代工廠，亦為硬體製造商，目前公司以經濟規模之硬體設備加上設計化之軟體提供產品附加價值，產品與服務約可區分為四大類：Home Gateway、Enterprise、IOT、Fixed Mobile Product (如整合接取設備 IAD)。19H1 營收比重為 Home Gateway 23%、IOT 19%、Fixed Mobile Product 40%、Enterprise 18%，而 Home Gateway 產品毛利偏低，其他三類產品則屬利基型產品，毛利較高，其客戶含知名品牌業者(如：Netgear、Belkin)、電信營運商(如：SFR、Verizon、AT&T、中國移動)、有線電信業者與零售通路商。

● 公司基本資料

股本(億)	24.57
收盤價	76.3
成交量	2,268
市值(億)	187.5
P/E(x)	18.79

➢ 19Q2 營收為 67.0 億元，QoQ 3%，YoY -8%，稅後 EPS 0.73 元：

中磊 19Q2 營收 66.99 億元，QoQ 3.39%，YoY -8.23%，毛利率 17.58%，QoQ -0.32ppt，稅後純益 1.79 億元，YoY 30.86%，QoQ -14.82%，EPS 0.73 元。營收部份由於 18 年底北美客戶在關稅考量下已提前拉貨，六月開始財恢復拉或動能，加上菲律賓量產初期使得營收較弱。毛利方面由於公司跳過 SI 客戶轉由直接與運營商直接接洽合作，加上部分低毛利產品提前於 18 年底出貨，產品組合與上季相符使得毛利率仍維持持平水準。

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	24.47	-0.09
投信	0.9	0.02
自營商	0.62	0.1
融資率	9.89	0.58
券餘(張)	339	240

➢ 19Q3 營收為 89.9 億元，QoQ 34%，YoY 5%，稅後 EPS 1.17 元：

中磊七月營收 29.28 億元，YoY 7.46%。在北美訂單於六七月開始回溫，中國以外的產能貢獻逐漸增加，使得營收重現成長態勢。毛利率方面由於北美之低毛利率傳統 Cable 開始恢復出貨，加上菲律賓新廠還在量產初期，面臨學習曲線問題須待時間慢慢拉良率及效率，預期將回到正常水準，營益率將回到 3~5%間。研究部預估中磊 19Q3 合併營收 89.87 億元，QoQ 34.15%，YoY 5.49%，毛利率 15.66%，QoQ -1.92ppt，稅後純益 2.88 億元，YoY -56.08%，

● 除權息狀況

現金股利	2.5
股票股利	2.5
除息日	3.75
除權日	0
配息率(%)	2019/07/04

● 近期報酬率(%)

日	週	月
0.86	-4.1	8.4

EPS 1.17 元。

➤ 19 年公司仍處於營運轉型陣痛期，預計 20 年將可恢復洞能重回成長軌道：

回顧 19H1，在電信 Gateway 產品由於毛利較低公司持續選擇挑單生產，公司也持續改變營運模式跳過 SI 客戶轉由直接與中國移動等運營商直接接洽合作，透過直接下售模式下也將使得毛利率轉佳，產品線分類由原先的 Home Gateway 調整至 Fixed Mobile，Home Gateway 比重由 18 年的 39% 降至 19H1 的 23%，但此部分一部分因素為北美 Home Gateway 提前於 18 年底出貨，預期 19H2 比重將回到約 30% 水準。公司也持續挾著其規模經濟進軍南美、東南亞等新市場，雖然基期較低，但由於中磊面對當地小型設備商仍有成本及技術優勢，預期將為未來之新成長動能。公司預期產能分布將為中國 60%、台灣 20% 及東南亞 20%，對於貿易戰公司持續全球化生產的布局對公司營運影響將可降到最低。未來也將持續在中國以外地區尋找生產據點已達到全球化生產並分散風險。

市場較為期待的小型基站部分，目前公司已經與國外廠商如樂天等合作，目前出貨仍為 4G 網路用，但更換零件即可相容於 5G，公司持續看好產品仍將持續投入研發，今年將有小量營收貢獻，但由於需要大量出貨預計需要待 5G 大基站布局完成後才会有需求，放量時間點公司認為最快仍需等到 2021 年才有望有較大實質營收貢獻。

公司預期成長較快的將為 IOT 產品 (18 年比重 12%，19H1 比重提升至 19%)，因為對電信商來說 LPWAN 相關產品不需要投入新的資本支出，且裝置多流量小對急於回收成本的電信商有較大之誘因推廣。但產品種類過多使得公司之研發費用逐年提升，由於相較於小廠規模較低研發能量較小，雖然短期物聯網相關產品占比仍低，但公司可與公司其餘量產型產品共同採購降低成本，一方面研發人力充足，將使得公司能夠大者恆大在物聯網產品中搶得先機。

整體而言，19 年將為公司為了應付中美貿易戰之轉型陣痛期，在產能移至非中地區後成本提升加上初期良率效率仍需時間改善，公司預期營收將較 18 年小幅衰退。20 年由於部分新產品遞延，加上新產能逐步上軌道後，公司預期營收可望有 20% 成長，惟新廠加入加上公司持續投入研發下雖然營收規模有所成長，但費用絕對質也將同步提升，營業利益率短期恐難回到 4% 以上。綜合以上，研究部估計中磊在 2020 年合併營收 387.99 億元，YoY 21.32%，毛利率 16.10%，YoY -0.49ppt，稅後純益 12.93 億元，YoY 21.32%，EPS 5.26 元。

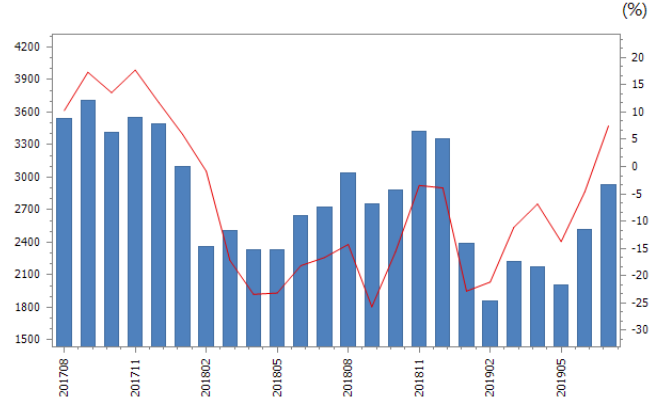
➤ **結論與建議:**

中磊 19H1 在產移轉移至第三地加上客戶提前拉貨影響下使得營收動能較弱，但在改變營運模式加上產品組合轉佳下使得毛利大幅提升，下半年在新產能逐漸步上軌道加上北美客戶恢復拉貨下營收衰退幅度將逐漸縮小。20 年預期在新產品開始量產下營收獲利將雙重回成長態勢。綜合以上，研究部估計中磊在 2020 年合併營收 387.99 億元，YoY 21.32%，毛利率 16.10%，YoY -0.49ppt，稅後純益 12.93 億元，YoY 21.32%，EPS 5.26 元。考量公司仍處於轉型陣痛期，但目前已度過營運谷底營運將逐季成長，研究部給予 15 倍本益比，目標價 79 元，給予中立的投資建議。

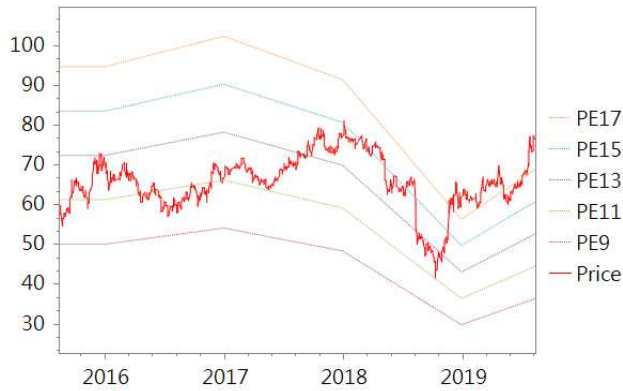
**股價相對指數走勢圖**



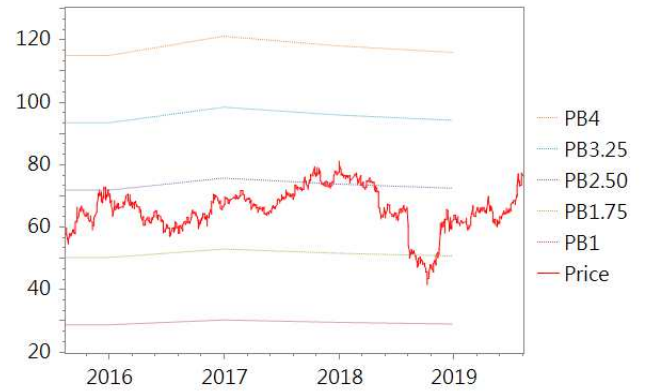
**月營收&年增率**



**Forward PE bands**



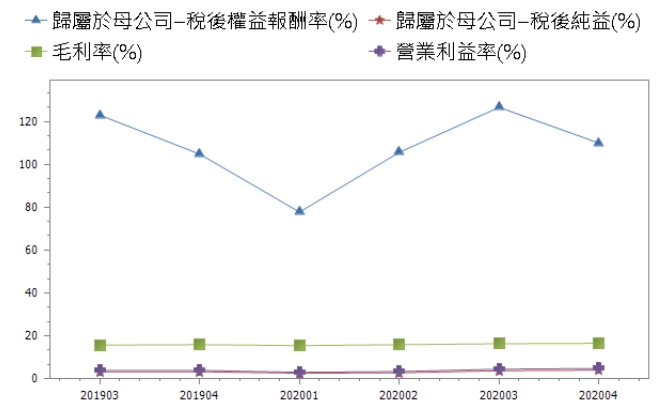
**Forward PB bands**



**持股統計**



**財務比率**



5388 中磊綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019F	2020F
營業收入淨額	6,480	6,699	8,987	9,814	7,945	8,235	10,552	12,067	31,980	38,799
毛利率	17.9	17.58	15.66	15.89	15.44	15.86	16.31	16.51	16.59	16.1
營業利益率	3.19	3.35	3.82	3.86	2.98	3.32	4.45	4.77	3.61	4.01
營業外收入及支出	63.72	-7.593	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	80.13	48.00
稅前純益	270.5	217.0	355.0	390.9	248.9	285.7	481.1	587.9	1,233	1,604
稅後純益	211.3	179.9	287.6	316.6	201.6	225.7	389.7	476.2	995.4	1,293
普通股股本	2,457	2,457	2,457	2,457	2,457	2,457	2,457	2,457	2,457	2,457
未稀釋 EPS	0.86	0.73	1.17	1.29	0.82	0.92	1.59	1.94	4.06	5.26
稀釋後 EPS	0.85	0.73	1.17	1.29	0.82	0.92	1.59	1.94	4.03	5.26
<b>QoQ(%)</b>										
營收	-32.52	3.39	34.14	9.2	-19.05	3.65	28.13	14.34		
營業利益	-38.48	8.65	52.81	10.34	-37.51	15.48	71.75	22.57		
稅後純益	-29.64	-14.82	59.81	10.09	-36.34	11.98	72.65	22.18		
<b>YoY(%)</b>										
營收	-18.63	-8.23	5.49	2.2	22.61	22.93	17.42	22.95	-4.21	21.32
營業利益	-1.76	117.85	36.89	12.71	14.5	21.71	36.79	51.94	28.1	34.83
稅後純益	13.84	30.86	56.08	5.46	-4.58	25.44	35.51	50.4	23.26	29.92

**5388 中磊資產負債表**

單位:Mn	2015	2016	2017	2018
流動資產	18,030	19,472	20,458	18,892
現金及約當現金	5,365	5,721	6,484	5,358
短期投資合計	5,026	--	0.000	685.1
應收帳款與票據合計	6,528	7,124	7,200	6,541
存貨	5,369	5,507	6,062	5,024
非流動資產	4,498	4,307	4,310	4,476
投資性不動產	--	--	--	--
無形資產	307.0	285.6	297.6	359.3
資產總計	22,528	23,779	24,767	23,368
流動負債	15,329	16,142	17,304	16,061
一年內到期長期負債	20.00	--	--	--
非流動負債	261.8	280.4	237.0	297.5
應付公司債	38.83	--	--	--
長期借款	--	--	--	--
負債總計	15,590	16,422	17,541	16,358
資本公積	1,529	1,618	1,765	1,800
保留盈餘	2,637	3,158	3,443	3,331
權益總計	6,938	7,357	7,226	7,010

**5388 中磊現金流量表**

營業活動現金流量	1,591	2,493	2,511	818.5
投資活動現金流量	-827.8	-443.4	-558.8	-1,524
籌資活動現金流量	-609.8	-1,438	-1,146	-333.2
本期現金增減數	141.0	356.7	762.8	-1,126

**5388 中磊綜合損益表**

單位: Mn, %, 元	2017	2018	2019F	2020F
營業收入淨額	38,600	33,385	31,980	38,799
毛利率	13.03	13.41	16.59	16.1
營業利益率	3.97	2.7	3.61	4.01
營業外收入及支出	49.35	130.0	80.13	48.00
稅前純益	1,584	1,030	1,233	1,604
稅後純益	1,312	807.6	995.4	1,293
普通股股本	2,457	2,457	2,457	2,457
未稀釋 EPS	5.38	3.32	4.06	5.26
稀釋後 EPS	5.26	3.26	4.04	5.26
YoY(%)				
營收	5.17	-13.51	-4.21	21.32
營業利益	-13.37	-41.31	28.1	34.83
稅後純益	-10.25	-38.44	23.26	29.92

**5388 中磊財報分析**

年度	2015	2016	2017	2018
稅後權益報酬率(%)	20.08	20.45	17.96	11.33
稅後資產報酬率(%)	6.44	6.31	5.4	3.36
流動比率(%)	117.62	120.63	118.22	117.63
速動比率(%)	81.64	85.24	81.75	85.2
負債比率(%)	69.2	69.06	70.82	70
利息保障倍數(倍)	22.17	25.96	27.66	15.24
應付款項週轉天數(天)	121.2	144.31	148.32	168.19
應收款項週轉天數(天)	59.69	70.98	70.63	80.91
存貨週轉天數(天)	53.94	62.48	62.03	69.03