

2451 創見(Transcend)

報告日期：2012/03/23

研究員：丁 鐸 (Michael Ting)

投資建議

投資評等：區間操作

區間價位：75.0 元~91.5 元

10.7~13.0 X 2012 EPS

參考價位：81.90 元

11.70X 2012 EPS

2012/03/22 收盤

宏遠預估創見 2,012 年營收 304.70 億元，毛利率 16.05%，每股稅後盈餘 7.01 元，年底每股淨值 50.53 元。1. 創見 11 年獲利表現持續優於威剛、宇瞻等同業，穩居國內記憶體模組廠獲利之冠，創見也決議每股配發現金股利 5.5 元，配發率近 82%，以 22 日收盤價 81.9 元計算，殖利率約 6.7%，為高配息股。2. 創見透過差異化，成功帶動產品毛利率有效提升；即便記憶體顆粒價格下跌，同樣難逃庫存跌價損失，不過創見仍可維持穩定獲利。3. Ultrabook 大量採用 SSD(固態硬碟)帶動需求，SSD 是 NAND Flash 業未來最大成長空間，創見花很多研發人力在消費性 PC 這一塊，1GB 價格已來到 1 美元消費者可接受的價格，未來會取代硬碟，是 Ultrabook 最佳搭檔，未來二年是成長的大好機會。過去創見 SSD 主要用在工業用，如汽車、提款機等，工業用 SSD 成長空間亦還很大。近年創見 PER 多在 8x~16x 區間，以現在股價 81.9 元計算 PER=11.7x 位於區間中間。宏遠給予區間操作的投資建議，操作區間為 75.0 元~91.5 元(10.7~13.0 x 2012EPS)。

訪談摘要

一、公司簡介

創見科技主要產品係以快閃記憶體(NAND Flash)、DRAM 記憶體模組(DRAM Module)相關產品之製造銷售為主軸。

DRAM 記憶體模組(DRAM Module)相關產品佔 11 年度營業額接近 17.20%。記憶體模組之製程係將 DRAM 經由線路設計黏著於印刷電路板上，並內嵌於電腦主機板且與電腦各功能之運作相容，以提升電腦處理速度及記憶容量。其成本結構中，主要原料 DRAM 價格平均佔產品成本之 85%~95%(以 2GB 容量計算)，故 DRAM 市場動態與記憶體模組產業之興衰息息相關。

快閃記憶體(NAND Flash)相關產品佔 11 年度營業額接近 64.56%。應用於數位消費性產品以提供資訊儲存之用，由於快閃記憶體屬於非揮發性半導體技術，因此其可作為永久保存且可修改的資料儲存媒體，舉凡手機、平板電腦、PDA 及視訊轉換器的程式指令儲存，以至數位相機、MP3 及 USB 應用等大量資料之儲存，均與快閃記憶體息息相關。

投資評等說明：

買進：預期未來一季有 25%
以上的回報率

區間操作：預期未來一季有
10%-25%的回報率

中立：暫不予作評等

本報告僅供宏遠證券內部及客戶參考，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之實際狀況與風險，本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告加以引用或轉載。

其國內主要競爭者群聯、威剛、宇瞻、勁永、品安及商承，創見在國內市佔率排名第一。創見 DRAM 採購來自三星、爾必達、美光及 PSC 等全球領導記憶體大廠，NAND Flash 主要供應商為三星、美光及海力士。11 年產品銷售地區，歐洲佔 37.20%、美洲 10.70%、台灣佔 10.45%、日本 8.14%、亞洲其他國家佔 28.13%、其他佔 5.37%。過去一般 1Q，4Q 是創見旺季，2Q，3Q 則較淡。

表一、創見主要產品及應用範圍

主要產品線	應用範圍
DRAM 記憶體模組	將各式 DRAM 經由線路設計黏著於印刷電路板上，並內嵌於電腦主機板，以提升電腦處理速度及記憶容量。
快閃記憶體 相關應用產品	Flash 應用於數位消費性產品以提供資訊儲存，由於可作為永久保存且可修改的資料儲存媒體，大量應用於行動電話、Tablet、PDA、數位相機、MP3/MP4 及 USB 等資料儲存。
Strategic Products	工業用記憶體(嵌入式、網路安全、強固電腦) 醫療、遊戲、SSD 等

資料來源：創見，宏遠整理

表二、創見主要產品線 11 年佔營收比重(%)

主要產品線	11 年佔營收比重(%)
DRAM 記憶體模組	17.20
快閃記憶體相關 Flash Cards(記憶卡)	45.16
快閃記憶體相關 USB Flash Drives(隨身碟)	19.40
Strategic Products	18.24
合計	100%

資料來源：創見，宏遠整理

二、營運狀況

創見主要營業項目為買進記憶體顆粒，經過創見自有工廠加工之後以記憶體模組出貨。創見進貨項目中的記憶體顆粒包括 DRAM 與 NAND Flash，都屬於高度價格波動的產品。廣義的記憶體模組占創見營收達 8 成。由於創見與 Samsung 關係良好，在貨源的取得不是問題。創見的獲利能力受到記憶體價格波動影響很大。DRAM 和 NAND Flash 價格上漲時，創見的毛利率將上升。反之價格下跌時也會影響創見的獲利能力。模組廠的獲利能力通常在記憶體價格穩定(或穩步緩慢走高)的環境下表現最佳。目前 Flash 及 DRAM 已來到合理價位，再下跌幅度有限，預期 11 年記憶體價格走勢相對穩定，在庫存跌價疑慮減低下，整體 11 年獲利及毛利率也將隨之改善，預估毛利率區將落在合理的毛利率 14~16% 間。創見營收超過八成來自海外，匯兌收益或損失是業外收支的主要影響項目。另外創見歐洲營收比重超過 3 成，近期歐洲經濟狀況不佳將影響創見營收。

在創見主要產品方面：

1. DRAM 記憶體模組(DRAM Module)相關產品線：

記憶體模組係將可儲存並處理巨量資料的 DRAM 顆粒，表面黏著 (SMT)生產製程將 DRAM 顆粒鑲嵌於印刷電路板上，利用接觸電腦連接插槽端子，將 DRAM 儲存之資料傳送到電腦處理器，達成提升電腦處理速度及擴充記憶容量之目的。一般而言，標準型記憶體模組主要應用於桌上型電腦及筆記型電腦，隨資訊化程度提高，電腦處理速度加快，所需搭配的儲存容量亦與日俱增，且因自行組裝容易，故汰換率較高，全球市場規模大。標準型記憶體模組，此類產品規格較為標準化，未有繁複之研發技術，進入障礙不大供應者眾，故其毛利偏低，主要應用在桌上型電腦及筆記型電腦，市場需求量大競爭亦激烈，標準記憶體模組製造商特重交貨時效及資金週轉率，故價格導向與成本優勢為廠商生存關鍵。此外在價格競爭激烈下，多數廠商之經營方針多為賺取 DRAM 價格之長短期價差，並以 DRAM 價格走勢研判視為進貨依據，而其基礎除若干客觀性刊物分析外，所憑藉者多為主其事者之主觀經驗判斷，並據以進出 DRAM 原料，雖因此可創造高營業額，且於價格波動劇烈而判斷正確時可獲致相當可觀利潤，然若遇相反行情時，常將公司引入財務週轉風險，獲利情況極不穩定，常隨 DRAM 價格漲跌而起伏。

2. 快閃記憶體(NAND Flash)相關產品線：

快閃記憶體具有不揮發以及可輕易抹寫的特性，使得近來許多可攜式產品都採用快閃記憶體當作最佳的記憶體解決方案。Flash 依照儲存程式或處理資料的不同應用，主要可分成 NAND 及 NOR 二大主流。NAND Flash 是由東芝(Toshiba)所發展出來的架構，讀寫資料速度較慢，但有較小的記憶晶胞(MemoryCell)面積，每 Megabyte 成本較 NOR Flash 為低，因此目前市面上的大容量快閃記憶體產品，都以 NAND Flash 為主，可作為消費性電子產品資料儲存之用，主要技術領先者為東芝及三星；其中數位相機、MP3 播放機、PDA、蘋果 iphone、ipad、隨身碟、記憶卡等產品之大量影音資料儲存，是 NAND Flash 最主要的應用。NAND Flash 產業目前呈現 Samsung、Toshiba、Hynix 及 IMFlash 四大集團分庭抗禮的局面。標準型快閃記憶體產品展望未來，預期消耗 NAND 型 Flash 產能最主要的終端應用產品，仍是快閃記憶卡、隨身碟、MP3/PMP 播放器、Smart phone、Tablet 等 5 項產品為主；記憶卡最主要應用於手機與數位相機，隨著手機功能與數位相機畫素提高，對於記

憶卡的需求將日趨增加。MP3 記憶卡等的 NAND Flash 的傳統應用產品的內建容量也將會持續提高。另外智慧手機的出貨量將持續成長，且將搭配更高的 NAND Flash 內建容量，手機內嵌式市場的商機，從外接低容量記憶卡 256MB、512MB、1~2GB、8GB~16GB，演進到 32GB、64GB 記憶體的機種，是 NAND Flash 產業成長極大助力。創見產品從 4GB~ 64GB 均相當完整。

表三、創見主要 Flash 產品線 11~12 年預估出貨量

主要產品線	SD	Micro SD	Compact Flash
11 年	7.73GB	3.67 GB	11.3 GB
12 年	12.0GB	6.0GB	14.0GB

資料來源：創見，宏遠整理

3. Strategic Products 相關產品線：

A. 除一般消費型產品外，在工業用記憶體部分，創見也經營相當長的時間，可提供客戶客製化工業用記憶體模組。因工業用記憶體為客製化產品，價格波動度低於 DRAM 及 Flash，因此毛利率也較一般產品高，客戶包括國內外汽車、工業等大廠。創見得到 Samsung 的支持，積極發展工業電腦需要的記憶體模組。相較而言工業用的記憶體模組價格較不受到市場價格波動影響。非記憶體模組產品創見稱為策略性產品，全部經由創見自有品牌及通路銷售。創見自建品牌與通路，並銷售非記憶體模組產品。創見公司策略是希望這方面的營收能陸續取代記憶體模組的貢獻，減少記憶體價格波動對創見獲利的影響。看好開發中國家未來對消費性電子產品需求將逐步提升，目前公司正積極開發東南亞、中南美洲等新興國家市場，利用通路及品牌優勢，持續提高策略性產品營收比重。Strategic 記憶體模組，此類產品規格眾多，應用層面涵蓋各種資訊、通訊及消費性產品，如工業電腦用記憶體、伺服器、工作站、傳真機、印表機等產品，惟此類應用產品種類雖多，使用普及程度卻不若主流桌上型電腦及筆記型電腦，且汰換率低，故市場需求量小，然因其產品多具高附加價值特性，及各項售後服務等，涉足此一領域之廠商預具備各種產品研發能力、生產規劃、庫存管理能力及綿密行銷通路等優勢，方能立足於市場，在跨入門檻較高之情況下，較少廠商有能力投入此類產品之產銷。

新產品方面：創見的工業運用占營收比重約 18.24%，因毛利率較高，增加公司獲利，相較於同業，該公司受到 DRAM、NAND Flash 的價格波動影響較低。創見長期耕耘工規市場，推出全新工規 microSDHC 記憶卡，為工業用戶提供符合寬溫及高耐用度的輕巧儲存利器。創見全新工規 microSDHC 記憶卡尺寸僅一般 SD 卡的十分之一；工業級 microSDHC 記憶卡符合 -40 度 C 至 85 度 C 的寬

溫條件，並具備抗震、低耗電等特性，為手持條碼掃描器、POS 終端機、無線通話裝置、嵌入式系統、醫療用電腦、機上盒、監測系統與手持導航器等常需密集存取資料的裝置，帶來極佳的效能、相容性與可靠度。12 年創見的工業產品面向更廣，規格也更高階，產品包括 SATA III 6Gb/s SSD、SLC SSD、mSATA 與 Half-slim 超小型 SSD、快閃記憶體模組、工規記憶卡及記憶體模組，展現全方位的工業用解決方案，創見日前推出的高階 SATA III 6Gb/s SSD720 固態硬碟已於 12 年 2 月正式出貨。

B. 隨著快閃記憶體價格日趨平民化，其在 PC 端應用情形也備受關注，其中又以固態硬碟(SSD)最受青睞，主因看好其所具備的輕薄、省電、抗震與快速讀寫優勢，在 PC 逐漸走向輕薄、高移動趨勢下，業界普遍樂觀看待 SSD 商機。NAND Flash 製程演進至 20 奈米製程後，可大幅改善 SSD 的成本結構，屆時有機會從傳統硬碟手上搶下部分市佔率。由於 SSD 體積小、耗電量低等特性符合 NB 產業需求，自 07 年 4Q 起由 EeePC 率先導入，取代 PC 硬碟之概念是 NAND Flash 逐漸進入 NB 與 PC 領域的立基點。SSD 市場則仍在推展階段，初期導入容量約 4-8G，預計隨著技術、價格及市場等各方面條件漸趨成熟，屆時佔領 NAND Flash 市場的產能比重，將會快速增加。蘋果(Apple)新產品 iPad 於 2010 年正式亮相，內建 16GB、32GB 和 64GB 等 3 種容量的固態硬碟(SSD)，使得 NAND Flash 市場在平板電腦產業開創新應用領域，另超輕薄筆電 Ultrabook 亦給固態硬碟(SSD)未來帶來極大成長空間。

新產品方面：瞄準 12 年 Ultrabook 所帶來的 After-market 商機，希望藉由更完整的 SSD 產品線驅動 SSD 應用熱潮，創見公司指出 11 年 2H 硬碟缺貨潮加速固態硬碟(SSD)成為主流產品，各品牌廠亦將陸續推出超輕薄筆電，12 年記憶體價格亦呈現觸底走揚趨勢，12 年 NAND Flash 在各類應用蓬勃發展，Ultrabook 大量採用固態硬碟 (SSD)，市場對這類需求最感興趣，創見 12 年將戰線從工業用 SSD 延伸至消費型 SSD，成為 12 年資源投注重點，創見 12 年的 SSD 營收可望交出亮眼成績。

營運方面：

創見營運相較同業穩定，雖 11 年 DRAM 價格暴跌，創見營運仍交出亮眼的成績單。創見 11 年營運結果受歐洲經濟不景氣，及年底泰國水患，影響硬碟供應短缺影響，創見 11 年合併總營收滑落至 302.2 億元 YoY= -6.11%，毛利率增至 16.47%，稅後純益達 28.66 億元，每股純益達 6.73 元。11 年出貨量正式突破 1 億片達 1.026 億片，年增率高達 29.38%。11 年的市場比重差異不大，在跨足工

業控制等領域效益顯現下，產品組合改善是毛利率逆增的主因，記憶體模組營收比重從前年的 25.79% 降至 17.2%，策略性產品比重也從 19.64% 下降至 18.24%，隨身碟、記憶卡比重都升高，分從 17.64%、36.93% 成長到 19.4%、45.16%。創見去年獲利表現持續優於威剛、宇瞻等同業，穩居國內記憶體模組廠獲利之冠。創見也決議每股配發現金股利 5.5 元，配發率近 82%，以 22 日收盤價 81.9 元計算，殖利率約 6.7%。

創見 12 年 1 月非合併營收 17.98 億元，MoM= -15.47%，YoY= -35.18%。創見表示 1 月營收下滑主因是工作天數減少。創見 12 年 2 月營收 19 億元，MoM= +5.67%，在各類產品營收方面，創見 Flash 產品 2 月營收 12.73 億元，占整體營收比重 66.97%；DRAM 產品營收 3.24 億元，占整體營收比重 17.03%；策略性產品營收 3.04 億元，占整體營收比重 16%。11 年前 2 月營收 36.98 億元。

而在 DRAM 方面，創見認為 NB 走向 Ultrabook 是必然趨勢，DRAM 需求不易大好，但是價格殺到這個地步，創見認為再大跌的空間已經有限。因 11 年 4Q 各大廠減產效應，加上爾必達宣佈破產保護，DRAM 現貨價格逐步走穩。據集邦科技資訊，DDR2 2Gb 現貨 12 年以來，現貨價大致在 0.9~1.1 美元之間狹盤，價格走勢較 11 年 4Q 止跌回穩，但因 12 年 1Q 是淡季，價格缺乏上漲動能。展望 2Q，泰國洪災導致的硬碟缺貨情況可望改善，PC、NB 供應鏈可望回復正常為正面效應。但 DRAM 廠急速恢復產能也恐壓抑 2Q DRAM 漲勢。整體而言市調機構預期 12 年 DRAM 價格走穩，2Gb DRAM 合約均價將持穩於 1.2 美元左右，接近 30 奈米製程的損平點。

NAND Flash 市場在 12 年 1H 主要受傳統淡季影響，多數廠家採保守觀望態度，且因下游客戶的庫存水位仍足夠，因此整體市場採購氣氛低迷，拖累合約及現貨價紛紛下跌。市場預計 12 年 2H 整體 NAND Flash 產業將步入旺季，多數 3C 商品新機種也即將上市，將可望刺激整體市場的需求回穩。

展望 12 年，創見表示 DRAM 與 NAND Flash 等記憶體市場應已到底，風險已小很多。創見預期 1Q 業績表現將與 11 年同期差距不大，2Q 業績不會太差，但也不會太好，期望 12 年業績能比 11 年好。創見透過差異化，成功帶動產品毛利率有效提升；即便記憶體顆粒價格下跌，同樣難逃庫存跌價損失，不過創見仍可維持穩定獲利。例如 Flash 中價格變動不大的 SLC 占比約 2 成，整體比重不低，所以雖然庫存水位約 42-43 億元，但受漲跌價影響的不到一半，甚至更少。

Ultrabook 大量採用 SSD(固態硬碟)帶動需求，SSD 是 NAND Flash 業未來最大成長空間。過去創見 SSD 主要用在工業用，如汽車、提款機等，今年花很多研發人力在消費性 PC 這一塊。1GB 價格已來到 1 美元消費者可接受的價格，未來會取代硬碟，是 Ultrabook 最佳搭檔，未來二年是成長的大好機會，第三季筆電廠會有更多行銷動作，創見也有更多機會。至於工業用 SSD 成長空間亦還很大。12 年創見已經順利擴建邁阿密子公司，將以其為跳板爭取中南美洲市場，大陸與中南美洲是創見鎖定的兩大主戰場，以往創見耕耘的市場中，德國已擠進前三大，俄羅斯則坐二望一。

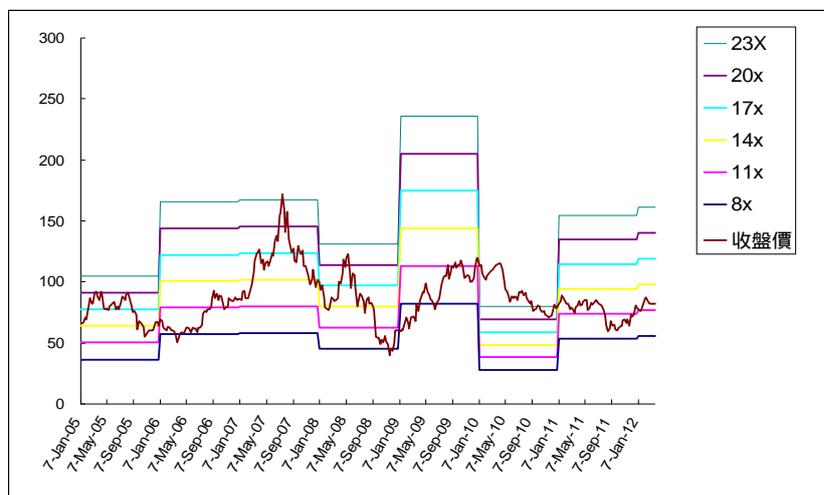
三、財務預估

創見 11 年營運結果受歐洲經濟不景氣，及年底泰國水患，影響硬碟供應短缺影響，創見去年合併總營收滑落至 302.2 億元 YoY=-6.11%，毛利率增至 16.47%，稅後純益達 28.66 億元，每股純益達 6.73 元。宏遠預估創見 2,012 年營收 304.70 億元，毛利率 16.05%，每股稅後盈餘 7.01 元，年底每股淨值 50.53 元。

四、投資建議

宏遠預估創見 2,012 年營收 304.70 億元，毛利率 16.05%，每股稅後盈餘 7.01 元，年底每股淨值 50.53 元。1. 創見 11 年獲利表現持續優於威剛、宇瞻等同業，穩居國內記憶體模組廠獲利之冠，創見也決議每股配發現金股利 5.5 元，配發率近 82%，以 22 日收盤價 81.9 元計算，殖利率約 6.7%，為高配息股。2. 創見透過差異化，成功帶動產品毛利率有效提升；即便記憶體顆粒價格下跌，同樣難逃庫存跌價損失，不過創見仍可維持穩定獲利。3. Ultrabook 大量採用 SSD(固態硬碟)帶動需求，SSD 是 NAND Flash 業未來最大成長空間，創見花很多研發人力在消費性 PC 這一塊，1GB 價格已來到 1 美元消費者可接受的價格，未來會取代硬碟，是 Ultrabook 最佳搭檔，未來二年是成長的大好機會。過去創見 SSD 主要用在工業用，如汽車、提款機等，工業用 SSD 成長空間亦還很大。近年創見 PER 多在 8x~16x 區間，以現在股價 81.9 元計算 PER=11.7x 位於區間中間。宏遠給予區間操作的投資建議，操作區間為 75.0 元~91.5 元(10.7~13.0 x 2012EPS)。

圖一、PE Band



資料來源: Cmoney, 宏遠整理

財務簡表(合併)

單位：百萬元

	2009(A)	2010(A)	11Q1(A)	11Q2(A)	11Q3(F)	11Q4(F)	2011(F)	12Q1(F)	12Q2(F)	12Q3(F)	12Q4(F)	2012(F)
營業收入	34,417	32,186	8,048	6,846	8,172	7,154	30,220	6,320	7,856	8,256	8,038	30,470
營業毛利	7,120	3,814	1,305	1,105	1,098	1,469	4,977	990	1,258	1,352	1,290	4,890
營業費用	1,763	1,582	379	384	423	499	1,685	375	385	435	390	1,585
營業利益	5,356	2,233	926	721	675	970	3,292	615	873	917	900	3,305
營業外淨收入(支出)	278	-283	41	-72	229	-79	119	-18	63	95	64	204
稅前純益	5,635	1,950	967	649	904	891	3,411	597	936	1,012	964	3,509
稅後純益	4,354	1,475	888	529	730	719	2,866	507	796	860	819	2,983
稅前 EPS (元)	13.29	4.58	2.25	1.51	2.10	2.09	8.01	1.40	2.20	2.38	2.26	8.24
稅後 EPS (元)	10.27	3.47	2.06	1.23	1.69	1.69	6.73	1.19	1.87	2.02	1.92	7.01
股本	4,239	4,255	4,257	4,258	4,258	4,258	4,258	4,258	4,258	4,258	4,258	4,258
稅後股東權益報酬率 %	24.02	8.68	19.83	12.35	16.20	15.52	15.46	10.66	16.04	16.63	15.23	13.86
每股淨值(元)	42.76	39.96	41.57	39.81	41.84	43.53	43.53	44.72	46.59	48.61	50.53	50.53
毛利率 %	20.69	11.85	16.21	16.15	13.43	20.53	16.47	15.66	16.01	16.38	16.05	16.05
營利率 %	15.56	6.94	11.51	10.53	8.26	13.56	10.89	9.73	11.11	11.11	11.20	10.85
稅前純益與前期比較 %	92.07	-65.40	164.52	-32.87	39.24	-1.44	74.96	-33.00	56.78	8.12	-4.74	2.86
稅前純益率 %	16.37	6.06	12.02	9.48	11.06	12.45	11.29	9.45	11.91	12.26	11.99	11.52
稅後純益率 %	12.65	4.58	11.03	7.73	8.93	10.05	9.48	8.03	10.13	10.42	10.19	9.79

本報告僅供宏遠證券內部及客戶參考，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之實際狀況與風險，本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告加以引用或轉載。