

投資領航日報

近期評等更新研究報告一覽表

日期	公司名稱
12/11	台肥 (1722.TW/1722 TT): 下修 Al Jubail 獲利貢獻
12/11	英業達 (2356.TW/2356 TT): 3Q19 獲利不如預期; 然 4Q19-2020 展望更加正面
12/11	微星 (2377.TW/2377 TT): 3Q19 營業利益率及每股盈餘改善不如預期
12/11	網家 (8044.TW/8044 TT): 獲利回升速度不預期
11/11	和大 (1536.TW/1536 TT): 股價已部分反映 2020 年復甦潛力
08/11	漢翔 (2634.TW/2634 TT): 2020 年獲利成長有限
07/11	和碩 (4938.TW/4938 TT): 3Q19 利潤率及每股盈餘出色; 智慧型手機、遊戲機將促進 2020 年獲利成長
05/11	鎧勝 -KY (5264.TW/5264 TT): 3Q19 獲利率回升, 但 4Q19 展望令人失望
04/11	鴻海 (2317.TW/2317 TT): 蘋果產品週期好轉有助營運重現成長
01/11	瑞昱 (2379.TW/2379 TT): 股價已反映利多, 著眼未來成長動能
31/10	時碩 (4566.TW/4566 TT): 具多重動能及獨特成長策略的明日之星
31/10	譜瑞 (4966.TW/4966 TT): 迎接數據流量爆發時代
25/10	精測 (6510.TW/6510 TT): 浴火鳳凰
23/10	穩懋 (3105.TW/3105 TT): 多重引擎帶動營運強勁成長
18/10	華夏 (1305.TW/1305 TT): 重啓獲利年成長趨勢
17/10	日月光投控 (3711.TW/3711 TT): 迎接更多 SiP 商機

訊息快遞

05

TW 近期内召開法人說明會一覽表

投資策略

06

TW 台股市場投資策略: 科技股支撐台股獲利上修, 傳產股則反向拖累

動態更新

09

TW 台泥 (1101.TW/1101 TT): 3Q19 獲利符合預期; 水泥價格上漲將推升股價

TW 華夏 (1305.TW/1305 TT): 3Q19 獲利低於預期

TW 國喬 (1312.TW/1312 TT): 3Q19 獲利低於預期

TW 中橡 (2104.TW/2104 TT): 減損損失再次拖累獲利

TW 鴻海 (2317.TW/2317 TT): 堅持轉型之路

TW 敬鵬 (2355.TW/2355 TT): 車市低迷能見度有限

TW 華碩 (2357.TW/2357 TT): 3Q19 每股盈餘優於預期; 4Q19 公司自估保守

TW 廣達 (2382.TW/2382 TT): 3Q19 每股盈餘超前; 2020 年展望正面

TW 鼎翰科技 (3611.TW/3611 TT): 產品組合轉佳, 4Q19 動能延續

TW 貿聯-KY (3665.TW/3665 TT): 匯兌挹注 3Q19 獲利優於預期; 2020 年成長展望穩健

TW 保瑞 (6472.TW/6472 TT): 產品組合優化促進毛利率擴張

TW 美利達 (9914.TW/9914 TT): 3Q19 財報優於預期; 電動自行車成長強勁

每日交易資訊

87

TW 美中貿易協議存變數, 反彈走勢未能延續

統計數據彙整

89

TW 台灣存託憑證溢價表

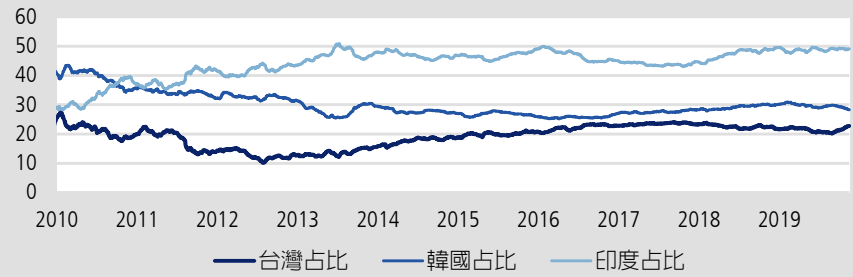
統計數據彙整

90

TW 追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

國際資金流入亞洲各國比例

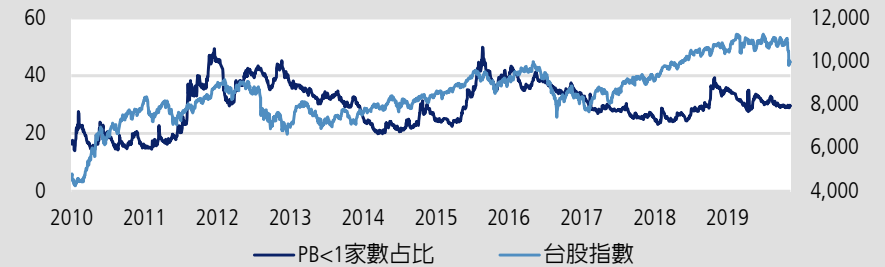
國際資金累積買賣超占比，百分比 (2009 年為基期)



附註：台灣占比=台灣/亞洲新興市場，韓國占比=韓國/亞洲新興市場，印度占比=印度/亞洲新興市場
資料來源：彭博、凱基整理

PB<1 家數占比維持三成左右

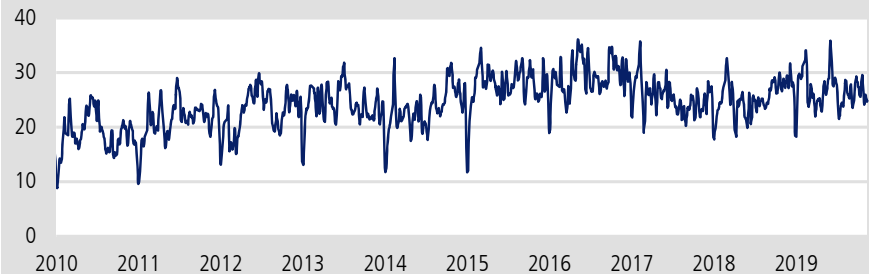
PB<1 家數占比，百分比(左軸)；台股指數，點(右軸)



附註：PB<1 家數占比=股價淨值比低於 1 倍的家數占整體上市櫃家數的比重
資料來源：TEJ、凱基整理

外資近期成交比重維持在 2-3 成

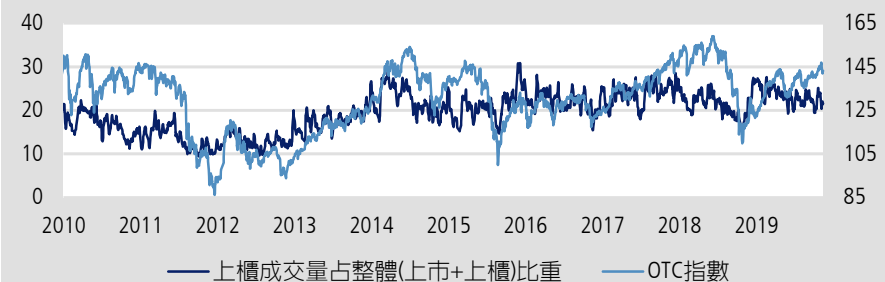
外資於台股(上市)每日成交比重(5 日平均)，百分比



資料來源：TEJ、凱基整理

上櫃市場人氣維持平穩

上櫃成交量占整體(上市+上櫃)比重(5 日平均)，百分比(左軸)；OTC 指數，點(右軸)



資料來源：TEJ、凱基整理

投資摘要
TW 台股市場投資策略: 科技股支撐台股獲利上修, 傳產股則反向拖累

綜合考量 3Q19 財報與未來展望, 整體台股 2019 年與 2020 年預估獲利相較 3 個月之前, 分別獲得上修 0.4% 與 2.4%, 而科技股則是扮演獲利上修的功臣, 主因 5G 與中國去美化支撐半導體族群未來兩季淡季不淡, 而傳產股則是拖累台股獲利的元兇, 主要反映美中貿易衝突與中國經濟減緩, 導致塑化與汽車零組件獲利表現普遍受創。我們建議優先布局獲利展望較佳的族群, 並避開景氣能見度不佳的類股。看好類股包含半導體、蘋概、雲端/資料中心、運動休閒、水泥等。不看好類股則為塑化與汽車零組件。

TW 台泥 (1101.TW/1101 TT): 3Q19 獲利符合預期; 水泥價格上漲將推升股價

3Q19 每股盈餘 1.2 元, 高於市場預估 9%, 但大致與我們預估相符, 因電力業務強勁, 抵銷了化工部門虧損與中國水泥業務較弱的影響。進入第四季旺季, 華南水泥價格已上漲三次, 應有助推升營收成長動能, 並為股價催化劑, 維持「增加持股」評等。

TW 華夏 (1305.TW/1305 TT): 3Q19 獲利低於預期

華夏公告 3Q19 EPS 達 0.32 元, 低於凱基預估及市場共識。考量 EDC 成本下降將帶動 4Q19 起華夏獲利重啟年成長趨勢, 我們持續建議投資人布局該股。

TW 國喬 (1312.TW/1312 TT): 3Q19 獲利低於預期

國喬公告 3Q19 EPS 達 0.53 元, 小幅低於凱基預估及市場共識。在我們對塑化產業整體供需展望悲觀之際, 我們持續看好國喬投資價值, 主要係考量: 1) 2H20 前 SM-ABS 產能成長有限。2) P/B 位於歷史低緣。

TW 中橡 (2104.TW/2104 TT): 減損損失再次拖累獲利

中橡公告 3Q19 EPS 達 0.53 元, 低於凱基預估。我們持續認為電池技術瓶頸及生技授權金爭議將衝擊 2019-20 年獲利展望, 建議投資人靜待電池產品開發進度明朗後再檢視該股。

TW 鴻海 (2317.TW/2317 TT): 堅持轉型之路

3Q19 獲利優於預期, 利潤率改善體現業務組織精簡化及產品組合優化效益。著眼 iPhone 及 Apple Watch 訂單強勁, 我們相信消費暨智能產品仍是鴻海 2020 年主要營收來源。惟考量伺服器及網通產品成長將超越其餘產品線, 明年利潤率可能存在較多上修空間。反映獲利上修, 目標價同步調升至 114 元。重申「增加持股」。

TW 敬鵬 (2355.TW/2355 TT): 車市低迷能見度有限

敬鵬公布 3Q19 財報結果, 每股盈餘 0.80 元, 低於我們預估 0.95 元。4Q19 目前仍保守看待, 且車市復甦力道未明朗下, 考量獲利下調, 我們維持「持有」評等、調降目標價至 30 元。

TW 華碩 (2357.TW/2357 TT): 3Q19 每股盈餘優於預期; 4Q19 公司自估保守

3Q19 每股盈餘 7.58 元, 優於市場與我們預估, 係因獲利率改善幅度擴大。然而, 由於中國市場需求保守, 預估 4Q19 營收季減, 不如我們預期。在業務重組後, 2020 年每股盈餘改善可期, 但行動業務仍為隱憂。我們認為華碩持續改善中, 但行動業務仍為拖累因素。我們將華碩目標價從 222 元調升至 242 元(2020 年平均每股盈餘預估 13 倍), 重申「持有」評等。

TW 廣達 (2382.TW/2382 TT): 3Q19 每股盈餘超前; 2020 年展望正面

廣達 3Q19 每股盈餘季增 9%、但年減 8% 至 1.13 元, 超前凱基與市場預估, 主因營利率 2.1% 表現優於預期。公司自估 4Q19 筆電出貨將季增 0-5%, 其中高單價機種的比重提升, 伺服器營收也將季增, 目標維持毛利率不墜, 然營業費用升高恐為 4Q19 營利率帶來些微壓力。基於 2H19-2020 年營收及獲利走勢向上, 我們將目標價從 64 元上調至 73 元(15 倍 2020 年預估之每股盈餘); 重申「增加持股」評等。

TW 鼎翰科技 (3611.TW/3611 TT): 產品組合轉佳, 4Q19 動能延續

3Q19 獲利 4.26 元合乎凱基預期但遜於市場共識。我們預計歐美地區新專案將帶動 4Q19 成長動能強勁。我們 2020 年每股盈餘預估維持 20.91 元不變, 年增 12%。目標價調升至 324 元; 重申「增加持股」評等。

投資摘要**TW 貿聯-KY (3665.TW/3665 TT): 匯兌挹注 3Q19 獲利優於預期；2020 年成長展望穩健**

匯兌挹注 3Q19 獲利優於預期。管理層預估 4Q19 營收季成長，重申 2020 年營收年增 10% 目標，看好車用成長性領先其餘部門。我們維持 2019-20 年獲利預估與「增加持股」評等。

TW 保瑞 (6472.TW/6472 TT): 產品組合優化促進毛利率擴張

3Q19 產品組合明顯好轉，帶動毛利率自上季 42% 強勢擴張至 46%。在吸引到新委託生產訂單及消費者保健新產品上市下，我們看好毛利率維持高檔，營收規模持續提升。

TW 美利達 (9914.TW/9914 TT): 3Q19 財報優於預期；電動自行車成長強勁

美利達 3Q19 每股盈餘 2.88 元分別較市場與凱基預估高出 12% 與 14%，原因是來自 Specialized Bicycle Components (美) 的投資收益增加。管理層基於歐美市場的需求展望良好，因此維持 2020 年電動自行車出貨量將年增 40-50% 至 31-33 萬輛的看法。我們維持「增加持股」評等，及目標價 214 元，相當於 22 倍本益比。

近期内召開法人說明會一覽表

公司名稱	公司代號	預計召開法人說明會日期	淨利預估(百萬元) (凱基預估)			Bloomberg 3Q19 共識預估 (百萬元)	預計召開法人說明會摘要訊息
			3Q19F	2Q19	3Q18		
台橡	2103 TT	108/11/14				320	法人說明會
燦坤	2430 TT	108/11/14				N.A.	參加元大證券舉辦之產業座談會
可成	2474 TT	108/11/14	3,399	2,728	6,563	4,283	受UBS瑞銀證券邀請參加「2019年Q3投資人線上會議」，相關資訊請參閱公開資訊觀測站
普安	2495 TT	108/11/14				N.A.	參加元大證券舉辦之產業座談會，說明本公司財務與業務狀況
太醫	4126 TT	108/11/14				76	參加統一證券舉辦之「2020鼠來寶投資趨勢論壇」
立積	4968 TT	108/11/14				94	參加統一證券主辦2020投資趨勢論壇
豐祥-KY	5288 TT	108/11/14	147	142	145	157	參加統一證券2020年投資展望說明會，報告本公司營運概況
同欣電	6271 TT	108/11/14				297	2019第三季營運成果及展望
華上	6289 TT	108/11/14				N.A.	法人說明會
良維	6290 TT	108/11/14				225	公司簡介、所屬產業概況、營運成果及未來展望說明
樺漢	6414 TT	108/11/14				406	瑞銀證券線上法說會，說明本公司2019年第三季財務及業務相關資訊
訊芯-KY	6451 TT	108/11/14				207	公司營運情形及未來展望之線上法人說明會
精測	6510 TT	108/11/14	248	118	179	209	公司產業狀況及經營情形
華東	8110 TT	108/11/14				N.A.	108年度第三季營運成果及公司未來展望
勤誠	8210 TT	108/11/14				174	參加群益金鼎證券舉辦2019年第三季營運成果線上法人說明會
泰昇-KY	8480 TT	108/11/14				86	參加統一證券主辦2020投資趨勢論壇說明本公司營運現況與未來展望
勝悅-KY	1340 TT	108/11/15				N.A.	法人說明會
光磊	2340 TT	108/11/15				N.A.	財務業務概況座談會
兆勁	2444 TT	108/11/15				N.A.	公司營運概況說明
美隆電	2477 TT	108/11/15				N.A.	法人說明會
長榮航	2618 TT	108/11/15	1,271	33	2,641	2,848	會中摘要(1)2019年前三季營運成果 (2)航空產業發展概況 (3)近期營運概況及規劃
臺企銀	2834 TT	108/11/15				N.A.	2019年第三季中文法人說明會，公佈2019年第三季營運概況
維熹	3501 TT	108/11/15				192	參加富邦證券舉辦之法人說明會，說明本公司之營運概況及財務業務相關資訊
東科-KY	5225 TT	108/11/15				153	說明本公司財務及營運概況
台泥	1101 TT	108/11/18	6,785	6,342	5,934	5,892	公司簡介、所屬產業概況、營運成果及未來展望說明
華夏	1305 TT	108/11/18	253	50	239	241	法人說明會
國際中橡	2104 TT	108/11/18	704	268	1,020	879	公司簡介、所屬產業概況、營運成果及未來展望說明
國泰金	2882 TT	108/11/18				15,554	公佈108年度第三季營運概況
力銘	3593 TT	108/11/18				N.A.	法人說明會
信昌化	4725 TT	108/11/18	(515)	(190)	29	82	公司簡介、所屬產業概況、營運成果及未來展望說明
年興	1451 TT	108/11/19				N.A.	法人說明會
盛達	3027 TT	108/11/19				N.A.	法人說明會
再生-KY	1337 TT	108/11/20				N.A.	第一上市公司財務業務說明會
神隆	1789 TT	108/11/20				76	參加元富證券舉辦之「2019年11月台股企業日」法人說明會
百達-KY	2236 TT	108/11/20				18	第一上市公司財務業務說明會
聯德控股-KY	4912 TT	108/11/20				130	第一上市公司財務業務說明會
盛群	6202 TT	108/11/20				268	參加宏遠證券舉辦之「2020年潛力產業投資論壇」說明公司財務資訊及展望
三貝德	8489 TT	108/11/20				51	三貝德公司自辦法說會，由公司說明「108課綱對教育產業之影響及商機」
中電	1611 TT	108/11/21				N.A.	法人說明會
欣欣	2901 TT	108/11/21				N.A.	法人說明會
今國光	6209 TT	108/11/21				N.A.	參加華南永昌綜合證券舉辦之法人說明會，說明本公司之營運、財務及業務概況
和成	1810 TT	108/11/22				N.A.	法人說明會
厚生	2107 TT	108/11/22				N.A.	法人說明會
美律	2439 TT	108/11/22				771	參加中國信託證券舉辦之「2019第四季投資前瞻論壇」
富邦金	2881 TT	108/11/22				18,368	說明富邦金控108年第三季營運概況
聯發科	2454 TT	108/11/25	6,867	6,430	6,877	7,355	參加里昂證券於台北舉辦之Market Movers 2020
全宇生技-KY	4148 TT	108/11/25				N.A.	第一上市公司財務業務說明會
吉源-KY	8488 TT	108/11/25				N.A.	第一上市公司財務業務說明會
鼎炫-KY	8499 TT	108/11/25				124	第一上市公司財務業務說明會
利華	1423 TT	108/11/26				N.A.	法人說明會
建通	2460 TT	108/11/26				N.A.	法人說明會
華通	2313 TT	108/11/27	1,473	593	985	1,124	參加富邦證券投資論壇
弘憶股	3312 TT	108/11/27				39	公司簡介與營運狀況說明
茂林-KY	4935 TT	108/11/27				N.A.	第一上市公司財務業務說明會
宏正	6277 TT	108/11/27				174	108年度第3季營運與財務概況
福貞-KY	8411 TT	108/11/27				N.A.	第一上市公司財務業務說明會
金麗-KY	8429 TT	108/11/27				N.A.	第一上市公司財務業務說明會
新光金	2888 TT	108/11/28				2,986	108年第三季財務業務相關資訊
泰碩	3338 TT	108/11/28				105	5G應用」主題式業績發表會
柏騰	3518 TT	108/11/28				N.A.	法人說明會
象達-KY	4977 TT	108/11/28				N.A.	5G應用」主題式業績發表會
迎廣	6117 TT	108/11/28				N.A.	法人說明會
全新	2455 TT	108/11/29				153	5G應用」主題式業績發表會
第一金	2892 TT	108/11/29				5,199	召開2019年第三季法人說明會
歐格	3002 TT	108/11/29				N.A.	法人說明會
鳳凰	5706 TT	108/11/29				N.A.	法人說明會
聯茂	6213 TT	108/11/29				718	5G應用」主題式業績發表會

資料來源：凱基整理



台股市場投資策略

焦點內容

綜合考量 3Q19 財報與未來展望，整體台股 2019 年與 2020 年預估獲利相較 3 個月之前，分別獲得上修 0.4% 與 2.4%，而科技股則是扮演獲利上修的功臣，主因 5G 與中國去美化支撐半導體族群未來兩季淡季不淡，而傳產股則是拖累台股獲利的元兇，主要反映美中貿易衝突與中國經濟減緩，導致塑化與汽車零組件獲利表現普遍受創。我們建議優先布局獲利展望較佳的族群，並避開景氣能見度不佳的類股。看好類股包含半導體、蘋概、雲端/資料中心、運動休閒、水泥等。不看好類股則為塑化與汽車零組件。

科技股支撐台股獲利上修，傳產股則反向拖累

科技股展望正面，支撐台股 2019 與 2020 年預估獲利上修 0.4% 與 2.4%

依據凱基核心追蹤個股，綜合考量 3Q19 財報與未來展望，整體台股 2019 年與 2020 年預估獲利相較 3 個月之前，分別獲得上修 0.4% 與 2.4%，而科技股更是扮演獲利上修的功臣，因為科技股這兩年獲利分別被上修 3.3% 與 3.6%。傳產股則是拖累台股獲利的元兇，因為其 2019 年與 2020 年預估獲利則遭下修 10.7% 與 7.4%。科技股獲利被上修的關鍵主要來自蘋果 iPhone11 銷售優於預期、2020 年搭載 5G 的手機出貨量持續獲得上修（由不到 1 億支上修至 2~3 億支）、中國去美國化持續在半導體與矽化鎵族群發酵等多重利多。非科技股獲利不如預期主因美中貿易衝突與中國經濟減緩，導致原物料與車市需求維持疲弱窘境所致。台股 2019 年預估獲利由年減 8.8% 上修至年減 8.0%，2020 年預估獲利則年增 8.7%。

半導體與蘋概股為支撐科技股獲利上修的關鍵

科技股不僅 3Q19 財報較預期高出 1.8%，4Q19 與 1Q20 獲利展望更獲得上修 9.7% 與 7.9%，主因晶圓代工與 IC 設計等半導體族群受惠 5G 與中國去美化，支撐 4Q19 與 1Q20 營運淡季不淡所致。其次，蘋果 iPhone11 銷售優於預期，且 2020 年新款 iPhone 均將搭載 5G，支撐我們上修 iPhone 出貨量約 3%。目前我們預估 iPhone 銷售量將由 2019 年之年減 11% 轉為年增 4%（2019 與 2020 年分別為 1.87 億支與 1.95 億支）。

塑化股與汽車零組件為拖累傳產股獲利遭下修的元兇

傳產股不僅 3Q19 財報較預期減少 9.8%，4Q19 與 1Q20 獲利展望更遭到下修 24.3% 與 9.6%，主因美中貿易衝突與中國經濟減緩，導致與中國經濟關聯度密切之塑化股、汽車零組件類股、工業自動化類股等獲利表現普遍受創並遭大幅下修。儘管如此，仍有製鞋與自行車等運動休閒族群，以及水泥類股的獲利展望優於預期。製鞋與自行車等運動休閒供應鏈主要反映運動休閒的長期向上趨勢。水泥族群則因中國加速基礎建設投資，支撐水泥價格維持高檔所致。

投資建議

綜合考量 3Q19 財報與未來展望，整體台股 2019 年與 2020 年預估獲利相較 3 個月之前，分別獲得上修 0.4% 與 2.4%，而科技股則是扮演獲利上修的功臣，主因 5G 與中國去美化支撐半導體族群未來兩季淡季不淡，而傳產股則是拖累台股獲利的元兇，主要反映美中貿易衝突與中國經濟減緩，導致塑化與汽車零組件獲利表現普遍受創。我們建議優先布局獲利展望較佳的族群，並避開景氣能見度不佳的類股。看好類股包含半導體、蘋概、雲端/資料中心、運動休閒、水泥等。不看好類股則為塑化與汽車零組件。

凱基投顧

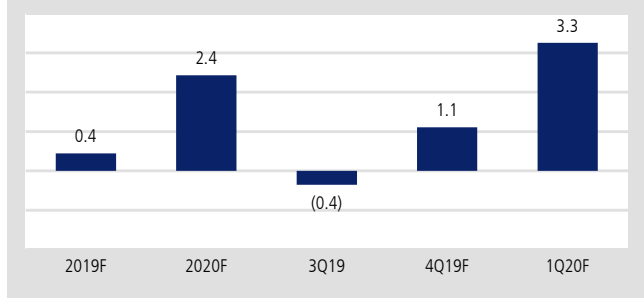
張明祥
886 2 2181 8718
jeffchang.chang@kgi.com

王允中
886 2 2181 8016
tomwang.wang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

圖 1: 台股 2019 與 2020 預估獲利分別上修 0.4% 與 2.4%

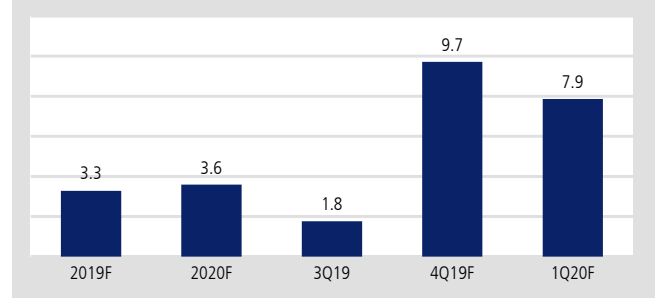
台股企業獲利修正幅度(相較 3 個月前), 百分比



資料來源: Bloomberg; 凱基整理與預估

圖 2: 科技股 2019 與 2020 預估獲利分別上修 3.3% 與 3.6%

科技股(扣除 TFT)企業獲利修正幅度(相較 3 個月前), 百分比



資料來源: Bloomberg; 凱基整理與預估

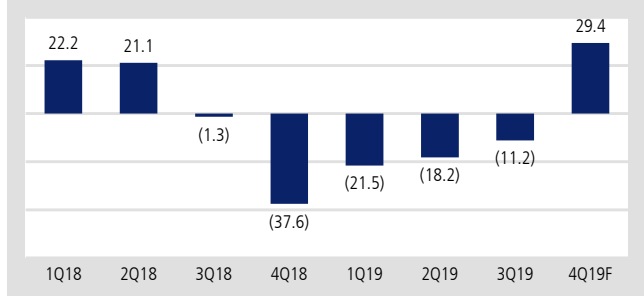
圖 3: 台股與次族群股獲利修正幅度(相較 3 個月前), 百分比

幅度(%)	2019F	2020F	3Q19	4Q19F	1Q20F	獲利修正原因或背景
科技(扣除TFT)	3.3	3.6	1.8	9.7	7.9	
傳產	(10.7)	(7.4)	(9.8)	(24.3)	(9.6)	
整體台股	0.4	2.4	(0.4)	1.1	3.3	
科技股						
雲端/資料中心	12.1	8.8	25.2	13.2	4.3	歷經1年以上的庫存調整後, 加上AMD推出新品, 支撐4Q19將重啟拉貨
台積電	8.6	0.4	7.1	22.1	11.4	5G與中國去美國化, 支撐7奈米需求強勁
二線晶圓代工	7.8	5.6	1.4	12.0	(10.3)	WiFi和電源管理晶片等產品庫存回補, 支撐28 奈米需求維持高檔
IC設計	4.3	24.1	1.7	3.0	8.3	5G與中國去美國化, 支撐4Q19~1Q20營運淡季不淡
EMS廠	2.4	10.9	(2.4)	13.4	1.6	蘋果iPhone 11銷售優於預期, 且市場樂觀看待2020年iPhone銷售
電信	(0.6)	1.5	(1.8)	(0.8)	1.6	行動服務收入維持結構性下滑窘境
iPhone零組件	(1.6)	6.9	(2.0)	(2.8)	7.4	稅率或匯損等業外導致財報不佳, 惟市場仍樂觀看待2020年iPhone銷售
非科技股						
製鞋	2.8	0.1	2.1	(5.8)	(27.9)	運動休閒趨勢, 支撐Nike運動鞋訂單熱絡
水泥	2.5	2.6	(4.4)	3.4	29.0	中國啟動基建投資, 支撐水泥價格淡季不淡
自行車	2.0	(0.1)	6.3	(1.7)	(1.0)	歐洲需求強勁, 支撐電動自行車訂單維持高速增長
紡織	(0.6)	(1.4)	1.7	(4.2)	(14.9)	Nike服飾訂單需求強勁
食品	(3.4)	(3.4)	(14.0)	6.0	(6.2)	中國經濟維持下降循環, 不利中國食品事業
汽車零組件	(7.9)	(7.3)	(12.6)	(15.7)	(12.2)	中國經濟維持下降循環, 導致汽車銷售延續衰退窘境
塑化	(15.7)	(12.4)	(13.4)	(36.0)	(11.8)	貿易衝突與中國經濟減緩導致塑化需求不佳, 且產品利差下滑
工業自動化	(19.9)	(11.6)	(43.9)	(32.4)	(26.7)	中國經濟不佳, 且美中貿易戰導致客戶擴產保守

資料來源: Bloomberg; 凱基整理與預估

圖 4: 台股 2H19 獲利衰退幅度將逐季收斂

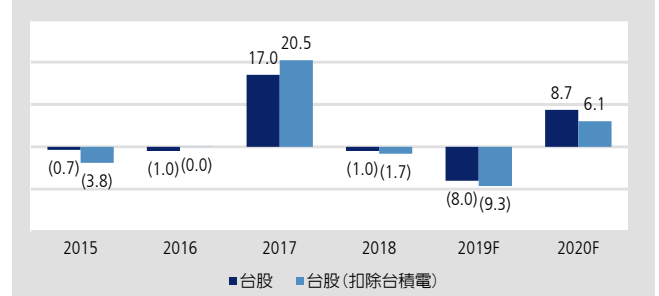
台股企業獲利年增率, 百分比



資料來源: Bloomberg; 凱基整理與預估

圖 5: 台股 2019 年與 2020 年預估獲利年增率為-8% 與 9%

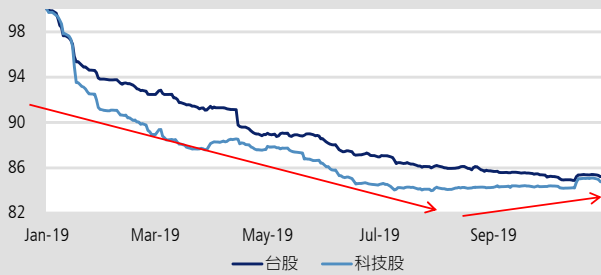
台股企業獲利年增率, 百分比



資料來源: Bloomberg; 凱基整理與預估

圖 6: 台股今年預估獲利已自 10 月起由下修轉為上修

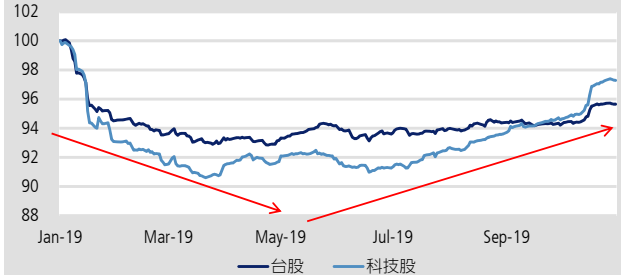
台股與科技股 2019 年企業獲利預估, 元



附註: 企業獲利預估以 2019 年 1 月 1 日為基期 100
資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 7: 台股未來 1 年預估獲利已自 5 月起由下修轉為上修

台股與科技股未來 1 年企業獲利預估, 元



附註: 企業獲利預估以 2019 年 1 月 1 日為基期 100
資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 8: 台股目前 PB 為 1.69 倍, 高於長期平均之 1.60 倍

台股歷年 PB, 倍



資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 9: 台股目前 PE 為 17.7 倍, 高於長期平均之 16.5 倍

台股歷年 PE, 倍



資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 10: 台股歷年 PB 與 ROE

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
最高PB(X)	3.0	2.0	2.1	1.9	2.1	1.8	1.9	2.3	2.2	1.9	2.0	2.0	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
最低PB(X)	1.4	1.1	1.3	1.3	1.5	1.5	1.6	1.8	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
平均PB(X)	2.3	1.6	1.7	1.6	1.7	1.6	1.7	2.0	1.7	1.5	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
ROE(%)	7.7	1.5	2.5	9.6	12.9	10.3	10.6	13.9	4.4	7.8	12.6	8.2	7.9	9.7	10.9	10.3	9.9	10.4	10.5	9.8	10.2
獲利年增(%)	36.8	-82.1	137.4	249.3	60.6	-11.9	15.5	39.4	-64.3	59.6	77.7	-30.9	-2.2	46.0	21.9	-0.7	-1.1	17.7	-2.1	-8.0	8.7
獲利年增(%) (扣除台積電)	33.5	-82.9	158.9	267.7	57.6	-13.3	13.0	47.1	-69.1	77.4	77.2	-32.7	-6.4	52.9	20.8	-3.8	0.0	20.5	-1.7	-9.3	6.1

資料來源: 凱基整理與預估

圖 11: 推薦個股

	公司名稱	代碼	投資評等	目標價 (元)	市值 (百萬元)	股價 (元)	漲跌幅 (%)	每股盈餘 (元)		本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		淨值報酬率 (%)		現金殖利率 (%)	
								2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
半導體	台積電	2330 TT	增加持股	320.0	258,623	304.0	5.3	13.25	15.93	22.9	19.1	5.2	4.7	21.6	26.0	3.3	3.6
	聯發科	2454 TT	增加持股	480.0	21,279	408.0	17.6	15.39	22.31	26.5	18.3	2.2	2.0	8.4	11.2	1.7	2.5
	日月光投控	3711 TT	增加持股	89.0	11,070	78.0	14.1	3.94	5.88	19.8	13.3	1.5	1.4	8.0	11.0	2.5	3.7
	精測	6510 TT	增加持股	1090.0	1,039	966.0	12.8	20.25	31.25	47.7	30.9	5.1	4.6	10.8	15.7	1.0	1.5
矽化鎳	穩懋	3105 TT	增加持股	460.0	4,396	316.0	45.6	10.25	15.34	30.8	20.6	5.0	4.6	16.7	23.4	2.2	3.3
蘋果	大立光	3008 TT	增加持股	5040.0	19,892	4520.0	11.5	213.45	251.87	21.2	17.9	4.3	3.8	23.2	22.4	1.9	2.2
	鴻海	2317 TT	增加持股	114.0	40,798	89.7	27.1	8.23	9.49	10.9	9.4	0.9	0.9	8.8	9.3	5.1	5.9
	華通	2313 TT	增加持股	56.0	1,990	50.9	10.0	3.15	4.00	16.2	12.7	2.3	2.1	15.2	17.4	1.4	3.1
	台積電	2383 TT	增加持股	167.0	1,316	125.5	33.1	9.26	11.92	13.6	10.5	3.1	2.9	24.0	28.5	5.1	6.6
雲端資料中心	台耀	6274 TT	增加持股	135.0	1,084	125.0	8.0	8.23	11.08	15.2	11.3	3.4	3.0	23.5	28.2	3.9	5.3
	智邦	2345 TT	增加持股	202.0	3,222	176.0	14.8	9.27	10.11	19.0	17.4	8.5	7.6	47.4	46.1	4.0	4.3
散熱	雙鴻	3324 TT	增加持股	276.0	583	209.0	32.1	12.73	18.40	16.4	11.4	6.2	5.0	41.6	48.7	3.3	4.7
	台泥	1101 TT	增加持股	52.0	7,352	41.0	26.8	4.57	4.92	9.0	8.3	1.0	0.8	12.2	10.9	8.9	9.5
水泥	亞泥	1102 TT	增加持股	54.0	4,726	42.9	26.0	5.09	5.27	8.4	8.1	1.0	0.9	11.2	10.8	8.9	9.2
	儒鴻	1476 TT	增加持股	490.0	3,596	399.5	22.7	16.46	20.19	24.3	19.8	6.0	5.5	25.6	28.9	2.9	3.5

資料來源: 凱基整理

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	41.00
12 個月目標價 (NT\$)	52.00
前次目標價 (NT\$)	52.00
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	26.8

焦點內容

3Q19 每股盈餘 1.2 元，高於市場預估 9%，但大致與我們預估相符，因電力業務強勁，抵銷了化工部門虧損與中國水泥業務較弱的影響。進入第四季旺季，華南水泥價格已上漲三次，應有助推升營收成長動能，並為股價催化劑，維持「增加持股」評等。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	224.1 / 7,359
流通在外股數 (百萬股)：	5,466
外資持有股數 (百萬股)：	1,623
3M 平均成交量 (百萬股)：	11.92
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	33.50 -46.35

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	10.1	-2.4	12.6
相對表現 (%)	-0.6	-11	-4.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	0.69A	1.51A	1.20A	1.08A
2019	0.77A	1.41A	1.20F	1.13F
2020	0.78F	1.23F	1.29F	1.29F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

莊政翰
886 2 2181 8719
angus.chuang@kgi.com

劉晨恩
886 2 2181 8035
tseen.liu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

台泥

(1101.TW/1101 TT)

3Q19 獲利符合預期；水泥價格上漲將推升股價

重要訊息

台泥 3Q19 每股盈餘 1.2 元，高於市場預估 9%，但大致與我們預估相符，因電力業務強勁，抵銷了中國水泥業務較弱的影響。

評論及分析

3Q19 獲利大致符合預期。儘管 3Q19 營收年減 4%，分別低於市場與我們預估 6% 與 11%，係因水泥價格疲弱，尤其是中國貴州省；淨利為 65.4 億元，年增 10%；每股盈餘 1.20 元，較市場預估 1.10 元高，但大致與我們預估 1.25 元相符，乃受惠於電力業務強勁。毛利率年增 4.8 個百分點、季增 1.8 個百分點至 31.5%，為歷史高峰，且超越市場預估的 27.7%、我們預估的 29.6%，原因為煤炭成本下降。雖然營業費用率自一年前 4.0% 提高為 5.2%，但營業利益 81.2 億元分別高於市場與我們預估 7% 與 5%。子公司和平電廠 3Q10 獲利成長一倍以上，抵銷了化工部門虧損與中國水泥業務較弱的影響。

水泥價格上漲。公司水泥業務在傳統第四季旺季中開展良好，廣東水泥價格已上漲三次，每噸漲價共計人民幣 80 元，即自九月以來上漲 17%，廣西則上漲人民幣 60 元，幅度 15%。雖然我們預期中國水泥出貨量 4Q19 維持在 1,590 萬噸，僅年持平，但我們認為水泥價格走高加上煤炭成本降低，會將中國水泥每噸毛利自前一季預估人民幣 123 元推升至 130 元，而一年前為 133 元。公司十月營收月增 11% 至 112 億元，我們目前預估 4Q19 營收季增 11% 至 343 億元。

產業結構改善。雖然我們預估中國 2020 年水泥需求僅年增 2%，但預期產業結構改善，包括新增供給有限、淘汰低標水泥、執行錯峰生產將支撐水泥價格展望。我們修正獲利預估，以反映 3Q19 獲利及最新營運狀況，目前預估每股盈餘 2019 年為 4.47 元，年增 2.3%，2020 年進一步年增 2.8% 至 4.59 元。修正後的 2019 與 2020 年每股盈餘分別高於市場預估 5.4% 與 7.1%。

投資建議

公司目前股價相當於股價淨值比 0.85 倍，居於歷史區間 0.6-1.4 倍之中點。我們預期中國水泥價格上漲將成為短期股價推手，重申台泥「增加持股」評等以及目標價 52 元，佔自 1.15 倍股價淨值比。

投資風險

基礎建設與房地產投資減緩；煤炭成本上漲。

主要財務數據及估值

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營業收入 (NT\$百萬)	98,312	124,595	121,820	124,888	127,729
營業毛利 (NT\$百萬)	18,913	33,592	36,280	37,386	37,651
營業利益 (NT\$百萬)	13,963	28,181	29,783	30,856	30,972
稅後淨利 (NT\$百萬)	7,594	21,181	23,710	24,383	24,855
每股盈餘 (NT\$)	2.03	4.37	4.47	4.59	4.68
每股現金股利 (NT\$)	1.50	3.30	3.55	3.66	3.73
每股盈餘成長率 (%)	18.0	115.0	2.3	2.8	1.9
本益比 (x)	20.2	9.4	9.2	8.9	8.8
股價淨值比 (x)	1.3	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	9.9	5.3	4.6	3.6	2.5
淨負債比率 (%)	38.9	28.8	12.8	1.7	Net cash
殖利率 (%)	3.7	8.0	8.7	8.9	9.1
股東權益報酬率 (%)	6.2	13.3	11.9	10.2	8.6

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q19 財報暨 4Q19 財測與市場共識比較

百萬元	3Q19							4Q19F						
	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	30,838	34,597	(10.9)	(1.7)	(4.1)	32,627	(5.5)	34,258	39,359	(13.0)	11.1	(1.9)	36,625	(6.5)
毛利	9,719	10,242	(5.1)	4.2	12.9	9,043	7.5	10,749	11,972	(10.2)	10.6	20.4	10,291	4.5
營業利益	8,117	8,617	(5.8)	4.8	10.5	7,616	6.6	8,889	10,202	(12.9)	9.5	23.4	8,559	3.9
稅前淨利	8,921	9,441	(5.5)	(4.4)	7.0	8,388	6.4	8,872	10,180	(12.9)	(0.6)	14.2	8,885	(0.2)
稅後淨利	6,538	6,785	(3.7)	(9.6)	10.2	5,975	9.4	5,991	7,166	(16.4)	(8.4)	14.4	6,280	(4.6)
每股盈餘(元)	1.20	1.25	(3.7)	(9.6)	10.2	1.10	9.4	1.13	1.35	(16.4)	(8.4)	14.4	1.18	(4.6)
毛利率(%)	31.5	29.6	1.9 ppts	1.8 ppts	4.8 ppts	27.7	3.8 ppts	31.4	30.4	1.0 ppts	(0.1)ppts	5.8 ppts	28.1	3.3 ppts
營業利益率(%)	26.3	24.9	1.4 ppts	1.6 ppts	3.5 ppts	23.3	3.0 ppts	25.9	25.9	0.0 ppts	(0.4)ppts	5.3 ppts	23.4	2.6 ppts
淨利率(%)	21.2	19.6	1.6 ppts	(1.9)ppts	2.7 ppts	18.3	2.9 ppts	17.5	18.2	(0.7)ppts	(3.7)ppts	2.5 ppts	17.1	0.3 ppts

資料來源：凱基整理

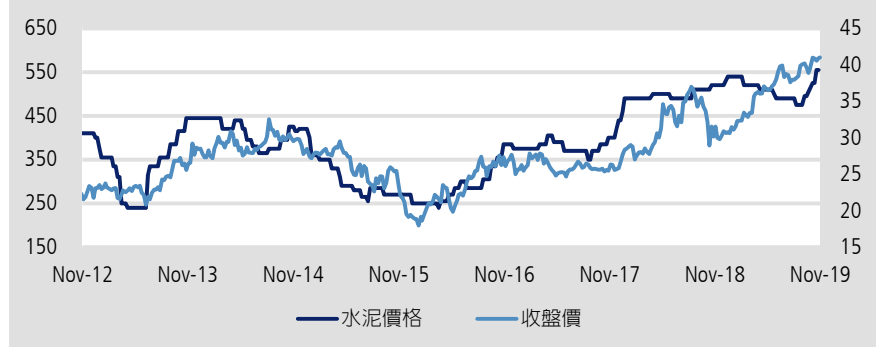
圖 2：2019-20 年財測與市場共識比較

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	121,820	133,596	(8.8)	(2.2)	126,114	(3.4)	124,888	139,878	(10.7)	2.5	130,853	(4.6)
毛利	36,280	38,254	(5.2)	8.0	34,897	4.0	37,386	39,341	(5.0)	3.0	35,360	5.7
營業利益	29,783	31,862	(6.5)	5.7	28,945	2.9	30,856	33,051	(6.6)	3.6	29,375	5.0
稅前獲利	32,731	34,091	(4.0)	7.2	31,728	3.2	33,663	35,660	(5.6)	2.8	32,123	4.8
稅後淨利	23,710	24,246	(2.2)	11.9	22,505	5.4	24,383	26,099	(6.6)	2.8	22,768	7.1
每股盈餘(元)	4.47	4.57	(2.2)	2.3	4.24	5.4	4.59	4.92	(6.6)	2.8	4.29	7.1
毛利率(%)	29.8	28.6	1.1 ppts	2.8 ppts	27.7	2.1 ppts	29.9	28.1	1.8 ppts	0.2 ppts	27.0	2.9 ppts
營利率(%)	24.4	23.8	0.6 ppts	1.8 ppts	23.0	1.4 ppts	24.7	23.6	1.1 ppts	0.3 ppts	22.4	2.3 ppts
淨利率(%)	19.5	18.1	1.3 ppts	2.5 ppts	17.8	1.7 ppts	19.5	18.7	0.9 ppts	0.1 ppts	17.4	2.1 ppts

資料來源：凱基整理

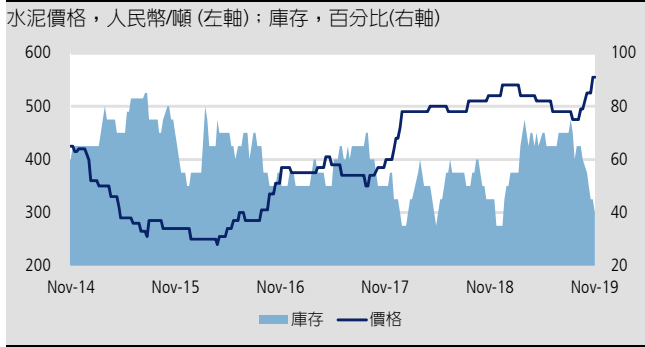
圖 3：中國水泥價格為台泥股價表現的良好參考指標

廣東水泥價格，人民幣元（左軸）；台泥股價，元（右軸）



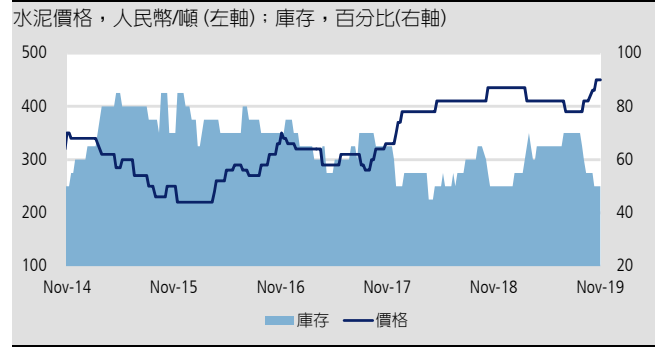
資料來源：台灣經濟新報：凱基

圖 4：廣東水泥價格與庫存



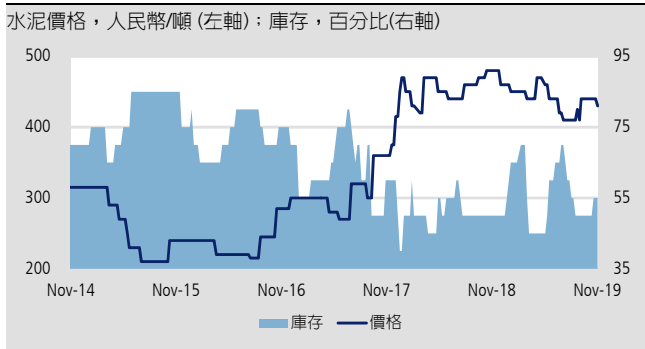
資料來源：數字水泥網

圖 5：廣西水泥價格與庫存



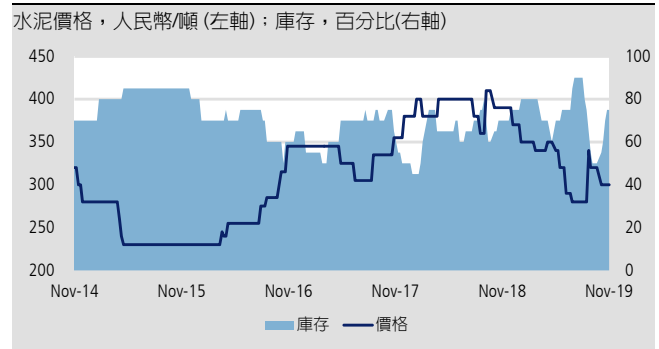
資料來源：數字水泥網

圖 6：重慶水泥價格與庫存



資料來源：數字水泥網

圖 7：貴州水泥價格與庫存



資料來源：數字水泥網

圖 8：同業評價比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)			每股盈餘 複合成長率 (2018-2020F) (%)	本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		股東權益報酬率 (%)			毛利率 (%)			營業利益率 (%)			股利殖利率 (%)		
				2018	2019F	2020F		2019F	2020F	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F
臺泥	1101 TT	7,347	41.00	4.37	4.47	4.59	2.6	9.2	8.9	1.0	0.8	13.33	11.92	10.22	27.0	29.8	29.9	22.6	24.4	24.7	8.05	8.67	8.92
亞泥	1102 TT	4,722	42.85	3.54	5.09	5.27	22.0	8.4	8.1	1.0	0.9	8.38	11.18	10.80	25.0	28.0	27.8	21.4	24.4	24.4	6.53	8.87	9.18
海螺水泥	914 HK	32,239	47.50	5.63	5.72	5.72	0.8	8.3	8.3	1.7	1.5	29.58	25.85	21.36	35.6	33.1	31.6	30.0	27.3	25.0	4.04	N.A.	N.A.
華潤水泥控股	1313 HK	7,778	8.72	1.18	1.12	1.12	-2.4	7.8	7.8	1.4	1.3	23.46	19.74	17.97	39.8	39.5	38.9	29.2	29.0	27.8	6.11	N.A.	N.A.
西部水泥	2233 HK	868	1.25	0.21	0.33	0.33	23.7	3.8	3.8	0.7	0.6	16.44	20.67	17.89	33.6	35.7	35.6	26.7	31.7	31.7	3.16	5.89	5.89
中國建材	3323 HK	7,574	7.03	0.96	1.22	1.22	13.1	5.7	5.7	0.6	0.6	11.81	13.00	11.68	29.7	30.3	29.5	13.1	13.9	12.9	2.91	N.A.	N.A.
金隅集團	2009 HK	4,436	2.12	0.31	0.43	0.43	17.5	5.0	5.0	0.3	0.3	7.77	8.00	7.97	26.9	26.0	25.8	10.8	13.1	12.1	2.95	N.A.	N.A.
亞洲水泥(中國)	743 HK	1,935	9.67	1.55	2.05	2.05	15.2	4.7	4.7	1.0	0.9	22.01	24.31	21.12	38.7	43.3	42.9	31.6	36.2	37.0	7.30	10.15	10.15
中國天瑞水泥	1252 HK	2,593	6.91	0.41	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	11.64	N.A.	N.A.	32.5	N.A.	N.A.	28.2	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
塔牌集團	002233 CH	1,726	10.16	1.45	1.50	1.50	2.0	6.8	6.8	1.2	1.1	20.09	15.94	16.53	40.3	35.5	36.3	32.9	30.9	31.4	5.91	N.A.	N.A.
冀東水泥	000401 CH	2,684	13.98	1.10	2.63	2.63	54.7	5.3	5.3	1.1	1.0	10.42	18.83	18.95	30.6	35.9	36.7	15.0	18.3	20.1	2.86	N.A.	N.A.
金隅股份	000546 CH	1,161	11.40	0.52	0.92	0.92	32.7	12.4	12.4	1.9	1.7	10.57	14.01	15.69	14.9	17.4	17.3	8.1	10.2	11.3	0.44	N.A.	N.A.
城發環境	000885 CH	720	10.18	1.17	1.34	1.34	6.7	7.6	7.6	1.6	1.3	26.72	21.10	17.25	59.6	54.9	48.7	50.2	36.3	27.1	2.26	N.A.	N.A.
華新水泥	600801 CH	5,138	19.41	3.46	3.21	3.21	-3.7	6.1	6.1	1.9	1.5	36.27	31.88	26.28	39.7	41.8	41.3	27.5	29.5	29.0	4.23	N.A.	N.A.
福建水泥	600802 CH	393	7.23	0.88	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	46.28	N.A.	N.A.	31.6	N.A.	N.A.	21.6	N.A.	N.A.	0.46	N.A.	N.A.
寧夏建材	600449 CH	670	9.83	0.90	1.07	1.07	9.3	9.2	9.2	0.9	0.8	9.11	11.36	10.89	36.2	37.4	37.4	14.5	16.8	16.9	3.05	2.85	2.85
祁連山	600720 CH	1,156	10.45	0.84	1.64	1.64	39.5	6.4	6.4	1.2	1.1	11.80	17.70	17.18	33.1	36.4	37.2	17.4	21.5	22.5	2.83	N.A.	N.A.
天山股份	000877 CH	1,539	10.30	1.18	1.75	1.75	21.7	5.9	5.9	1.1	1.0	15.76	18.34	18.02	36.2	39.2	39.3	24.6	25.0	25.8	3.69	N.A.	N.A.
萬年青	000789 CH	1,092	9.61	1.85	1.97	1.97	3.1	4.9	4.9	1.4	1.2	31.88	26.26	24.11	32.6	31.8	32.5	25.1	25.7	26.1	6.40	9.16	9.16
嘉洲瑞	600068 CH	3,753	5.72	1.01	1.26	1.26	11.4	4.6	4.6	0.6	0.6	17.97	12.22	12.54	16.3	15.9	15.8	9.0	7.0	6.8	3.15	N.A.	N.A.
區域同業平均								6.8	6.7	1.2	1.0	19.1	17.9	16.5	33.0	34.0	33.6	23.0	23.4	22.9	4.0	7.6	7.7

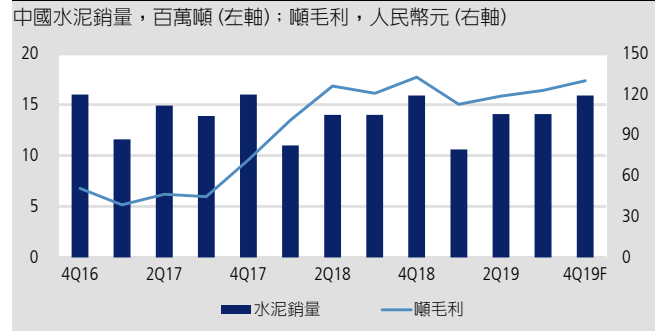
資料來源：Bloomberg、凱基

圖 9: 公司概況

成立於 1946 年的台泥是台灣最大的水泥業者，國內市佔達 3 成；在進入中國積極擴廠之後，目前已經是中國華南主要的水泥供應商之一。除了水泥業務外，台泥還有多項長期投資，橫跨化學與運輸等產業。

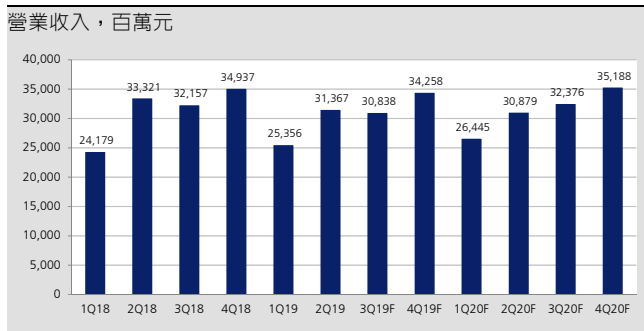
資料來源：凱基

圖 10: 中國水泥噸毛利可望持續上揚



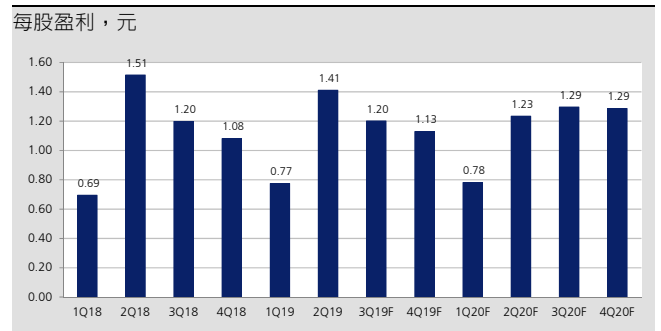
資料來源：凱基

圖 11: 季營業收入



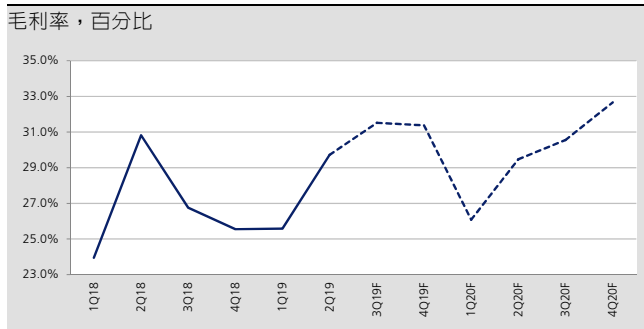
資料來源：凱基

圖 12: 每股盈利



資料來源：凱基

圖 13: 毛利率



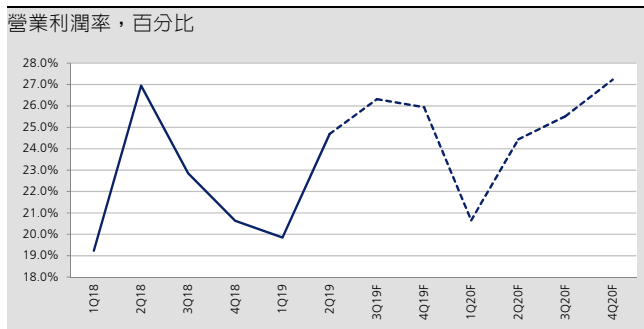
資料來源：凱基

圖 14: 本益比



資料來源：凱基

圖 15: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 16: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	25,356	31,367	30,838	34,258	26,445	30,879	32,376	35,188	121,820	124,888	127,729
營業成本	(18,868)	(22,044)	(21,119)	(23,509)	(19,547)	(21,778)	(22,483)	(23,694)	(85,540)	(87,502)	(90,078)
營業毛利	6,488	9,323	9,719	10,749	6,898	9,102	9,893	11,494	36,280	37,386	37,651
營業費用	(1,455)	(1,579)	(1,602)	(1,861)	(1,436)	(1,554)	(1,629)	(1,911)	(6,497)	(6,531)	(6,679)
營業利益	5,033	7,744	8,117	8,889	5,461	7,548	8,264	9,583	29,783	30,856	30,972
折舊	(1,660)	(1,704)	(1,526)	(1,204)	(1,551)	(1,539)	(1,547)	(1,542)	(6,095)	(6,179)	(6,240)
攤提	(94)	(94)	(95)	(97)	(94)	(93)	(93)	(93)	(380)	(373)	(366)
EBITDA	6,787	9,543	9,738	10,189	7,106	9,179	9,904	11,218	36,257	37,407	37,578
利息收入	185	204	245	169	268	241	265	287	803	1,062	1,404
投資利益淨額	448	1,621	1,185	263	460	1,464	1,145	519	3,518	3,588	3,660
其他營業外收入	608	415	231	53	240	248	245	247	1,307	980	1,000
總營業外收入	1,241	2,240	1,662	486	968	1,953	1,656	1,054	5,627	5,630	6,064
利息費用	(536)	(551)	(572)	(623)	(536)	(620)	(660)	(689)	(2,282)	(2,505)	(2,393)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(134)	(98)	(285)	121	(70)	(84)	(79)	(84)	(397)	(318)	(327)
總營業外費用	(670)	(649)	(858)	(503)	(606)	(704)	(739)	(773)	(2,679)	(2,823)	(2,720)
稅前純益	5,603	9,335	8,921	8,872	5,823	8,797	9,180	9,863	32,731	33,663	34,316
所得稅費用[利益]	(1,374)	(1,704)	(1,877)	(2,574)	(1,320)	(1,842)	(1,924)	(2,657)	(7,528)	(7,743)	(7,893)
少數股東損益	(278)	(401)	(507)	(307)	(360)	(410)	(384)	(383)	(1,493)	(1,537)	(1,568)
非常項目稅後純益	3,952	7,230	6,538	5,991	4,143	6,545	6,872	6,824	23,710	24,383	24,855
非常項目	(0)	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	3,952	7,230	6,538	5,991	4,143	6,545	6,872	6,824	23,710	24,383	24,855
每股盈餘 (NT\$)	0.77	1.41	1.20	1.13	0.78	1.23	1.29	1.29	4.47	4.59	4.68
獲利率 (%)											
營業毛利率	25.6	29.7	31.5	31.4	26.1	29.5	30.6	32.7	29.8	29.9	29.5
營業利益率	19.8	24.7	26.3	25.9	20.7	24.4	25.5	27.2	24.4	24.7	24.2
EBITDA Margin	26.8	30.4	31.6	29.7	26.9	29.7	30.6	31.9	29.8	30.0	29.4
稅前純益率	22.1	29.8	28.9	25.9	22.0	28.5	28.4	28.0	26.9	27.0	26.9
稅後純益率	15.6	23.0	21.2	17.5	15.7	21.2	21.2	19.4	19.5	19.5	19.5
季成長率 (%)											
營業收入	(27.4)	23.7	(1.7)	11.1	(22.8)	16.8	4.8	8.7			
營業毛利	(27.3)	43.7	4.2	10.6	(35.8)	31.9	8.7	16.2			
營業收益增長	(30.1)	53.9	4.8	9.5	(38.6)	38.2	9.5	16.0			
EBITDA	(22.9)	40.6	2.0	4.6	(30.3)	29.2	7.9	13.3			
稅前純益	(27.9)	66.6	(4.4)	(0.6)	(34.4)	51.1	4.4	7.4			
稅後純益	(24.5)	83.0	(9.6)	(8.4)	(30.8)	58.0	5.0	(0.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	4.9	(5.9)	(4.1)	(1.9)	4.3	(1.6)	5.0	2.7	(2.2)	2.5	2.3
營業毛利	12.0	(9.2)	12.9	20.4	6.3	(2.4)	1.8	6.9	8.0	3.0	0.7
營業收益	8.2	(13.7)	10.5	23.4	8.5	(2.5)	1.8	7.8	5.7	3.6	0.4
EBITDA	8.0	(10.2)	8.4	15.7	4.7	(3.8)	1.7	10.1	4.5	3.2	0.5
稅前純益	21.4	(5.0)	7.0	14.2	3.9	(5.8)	2.9	11.2	7.2	2.8	1.9
稅後純益	34.2	2.3	10.2	14.4	4.8	(9.5)	5.1	13.9	11.9	2.8	1.9

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
資產總額	272,557	344,085	380,534	424,317	480,891
流動資產	92,720	110,381	131,743	153,216	192,964
現金及短期投資	51,579	58,056	81,561	102,626	141,619
存貨	8,355	9,464	8,896	9,075	9,368
應收帳款及票據	27,306	38,236	37,385	38,222	39,198
其他流動資產	5,480	4,624	3,902	3,292	2,778
非流動資產	179,837	233,704	248,791	271,101	287,928
長期投資	18,354	78,385	97,025	123,875	145,747
固定資產	94,709	91,094	87,920	83,753	79,073
什項資產	66,773	64,226	63,846	63,474	63,108
負債總額	119,910	146,706	146,844	144,646	142,620
流動負債	65,193	64,504	88,219	80,655	82,744
應付帳款及票據	7,789	7,809	7,340	7,488	7,730
短期借款	42,216	35,552	56,924	48,665	50,015
什項負債	15,188	21,143	23,955	24,502	25,000
長期負債	54,717	82,202	58,625	63,991	59,876
長期借款	43,495	69,887	45,110	49,159	43,599
其他負債及準備	11,222	12,315	13,515	14,832	16,277
股東權益總額	152,647	197,379	233,690	279,671	338,271
普通股	42,465	53,081	53,081	53,081	53,081
保留盈餘	21,945	33,755	38,596	43,574	48,649
少數股東權益	16,299	15,838	17,330	18,868	20,436
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
年成長率					
營業收入	9.8%	26.7%	(2.2%)	2.5%	2.3%
營業收益增長	7.1%	101.8%	5.7%	3.6%	0.4%
EBITDA	2.0%	69.9%	4.5%	3.2%	0.5%
稅後純益	19.4%	178.9%	11.9%	2.8%	1.9%
每股盈餘成長率	18.0%	115.0%	2.3%	2.8%	1.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	19.2%	27.0%	29.8%	29.9%	29.5%
營業利益率	14.2%	22.6%	24.4%	24.7%	24.2%
EBITDA Margin	20.8%	27.8%	29.8%	30.0%	29.4%
稅後純益率	7.7%	17.0%	19.5%	19.5%	19.5%
平均資產報酬率	2.8%	6.9%	6.5%	6.1%	5.5%
股東權益報酬率	6.2%	13.3%	11.9%	10.2%	8.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	56.1%	53.4%	43.7%	35.0%	27.7%
淨負債比率	38.9%	28.8%	12.8%	1.7%	Net cash
利息保障倍數 (x)	8.2	13.4	15.3	14.4	15.3
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	6.4	9.0	13.8	12.0	13.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	0.6	0.5	0.6	0.6
流動比率 (x)	1.4	1.7	1.5	1.9	2.3
速動比率 (x)	1.3	1.6	1.4	1.8	2.2
淨負債 (NT\$百萬)	59,380	56,931	30,021	4,746	(38,457)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.03	4.37	4.47	4.59	4.68
每股現金盈餘 (NT\$)	3.29	4.57	5.94	5.68	5.86
每股淨值 (NT\$)	32.11	34.20	40.76	49.13	59.88
調整後每股淨值 (NT\$)	36.47	37.44	40.76	49.13	59.88
每股營收 (NT\$)	26.30	25.69	22.95	23.53	24.06
EBITDA/Share (NT\$)	5.46	7.16	6.83	7.05	7.08
每股現金股利 (NT\$)	1.50	3.30	3.55	3.66	3.73
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.36	0.40	0.34	0.31	0.28
應收帳款周轉天數	101.4	112.0	112.0	112.0	112.0
存貨周轉天數	38.4	38.0	38.0	38.0	38.0
應付帳款周轉天數	35.8	31.3	31.3	31.3	31.3
現金轉換周轉天數	104.0	118.7	118.7	118.7	118.7

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營業收入	98,312	124,595	121,820	124,888	127,729
營業成本	(79,399)	(91,003)	(85,540)	(87,502)	(90,078)
營業毛利	18,913	33,592	36,280	37,386	37,651
營業費用	(4,950)	(5,411)	(6,497)	(6,531)	(6,679)
營業利益	13,963	28,181	29,783	30,856	30,972
總營業外收入	2,943	5,107	5,627	5,630	6,064
利息收入	244	584	803	1,062	1,404
投資利益淨額	2,070	3,590	3,518	3,588	3,660
其他營業外收入	628	933	1,307	980	1,000
總營業外費用	(3,081)	(2,744)	(2,679)	(2,823)	(2,720)
利息費用	(1,923)	(2,460)	(2,282)	(2,505)	(2,393)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1,158)	(284)	(397)	(318)	(327)
稅前純益	13,825	30,544	32,731	33,663	34,316
所得稅費用[利益]	(3,502)	(7,900)	(7,528)	(7,743)	(7,893)
少數股東損益	(2,729)	(1,463)	(1,493)	(1,537)	(1,568)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	7,594	21,181	23,710	24,383	24,855
EBITDA	20,427	34,698	36,257	37,407	37,578
每股盈餘 (NT\$)	2.03	4.37	4.47	4.59	4.68

現金流量

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營運活動之現金流量	12,311	22,151	31,544	30,128	31,106
本期純益	7,594	21,181	23,710	24,383	24,855
折舊及攤提	6,464	6,517	6,474	6,552	6,606
本期運用資金變動	(6,948)	(12,020)	2,472	(247)	(391)
其他營業資產及負債變動	5,200	6,473	(1,113)	(560)	36
投資活動之現金流量	1,056	(35,572)	(20,447)	(28,302)	(23,468)
投資用短期投資出售[新購]	(188)	(291)	-	-	-
本期長期投資變動	-	(35,053)	(17,527)	(26,290)	(21,908)
資本支出淨額	(1,523)	(4,318)	(2,920)	(2,012)	(1,560)
其他資產變動	2,766	4,090	(0)	0	(0)
自由現金流	8,036	10,683	28,579	27,679	28,137
融資活動之現金流量	(14,892)	36,228	12,408	19,240	31,355
短期借款變動	1,749	5,323	-	-	-
長期借款變動	(4,101)	(8,372)	(3,405)	(4,210)	(4,210)
現金增資	-	26,688	-	-	-
已支付普通股股息	(7,613)	(8,537)	(16,856)	(18,869)	(19,405)
其他融資現金流	(4,928)	21,345	32,670	42,320	54,970
匯率影響數	(322)	(630)	-	-	-
本期產生現金流量	(1,849)	22,177	23,504	21,066	38,993
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
1 - 營業成本/營業收入	19.2%	27.0%	29.8%	29.9%	29.5%
- 銷管費用/營業收入	5.0%	4.3%	5.3%	5.2%	5.2%
= 營業利益率	14.2%	22.6%	24.4%	24.7%	24.2%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	1.0	0.7	0.7	0.7	0.6
+ 什項資產/營業收入	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
= 資本周轉率	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8
營業利益率	14.2%	22.6%	24.4%	24.7%	24.2%
x 資本周轉率	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8
x (1 - 有效現金稅率)	74.7%	74.1%	77.0%	77.0%	77.0%
= 稅後 ROIC	5.8%	11.7%	13.4%	14.3%	14.8%

資料來源：公司資料，凱基

台泥 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-05-13	增加持股	52.00	42.00
2018-08-10	增加持股	52.00	41.50
2018-08-02	增加持股	48.00	40.60
2018-07-09	增加持股	59.00	42.75
2018-06-12	增加持股	59.00	44.50
2017-01-18	持有	37.00	35.45
2016-12-01	增加持股	43.00	37.10
2016-11-14	增加持股	43.00	37.05

資料來源：TEJ，凱基

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

華夏

(1305.TW/1305 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	22.15
12 個月目標價 (NT\$)	24.00
前次目標價 (NT\$)	24.00
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	8.4

焦點內容

華夏公告 3Q19 EPS 達 0.32 元，低於凱基預估及市場共識。考量 EDC 成本下降將帶動 4Q19 起華夏獲利重啓年成長趨勢，我們持續建議投資人布局該股。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	11.67 / 383.4
流通在外股數 (百萬股)：	527
外資持有股數 (百萬股)：	91.03
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.96
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	18.05 -24.25

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	18.1	-2.6	4.7
相對表現 (%)	7.4	-11.2	-12.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	1.10A	0.76A	0.47A	0.22A
2019	0.36A	0.09A	0.32F	0.64F
2020	0.69F	0.57F	0.55F	0.57F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

許家源
886.2.2181.8707
tom.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

3Q19 獲利低於預期

重要訊息

華夏公告 3Q19 EPS 達 0.32 元，低於凱基預估及市場共識。

評論及分析

3Q19 獲利低於預期。 3Q19 EPS 達 0.32 元，低於凱基預估的 0.48 元及市場共識的 0.46 元，主因為 EDC 及乙烯進料成本小幅高於預期。回顧 3Q19，PVC 價格跌幅小於 EDC 及乙烯價格跌幅下，PVC 利差自 2Q19 的 US\$279/mt 季增至 3Q19 的 US\$380/mt，而考慮庫存時間差及合約價差的 PVC 利差自 US\$228/mt 谷底季增至 3Q19 的 US\$318/mt。

預估 4Q19 EPS 大幅季增。 3Q19 EPS 已自 2Q19 的損益平衡水準顯著復甦，我們預估 4Q19 EPS 將進一步季增至 0.64 元，主要係考量：1) 10-12 月亞洲 PVC 盤價反映乙烯成本降低，逐月下滑 US\$10/mt – US\$30/mt，我們預估 PVC 價格跌幅小於 EDC 及乙烯價格跌幅，PVC 利差自季增至 US\$398/mt，而考慮庫存時間差及合約價差的 PVC 利差季增至 US\$346/mt。2) 需求穩健下，華夏出貨量將季持平。

投資建議

我們維持「增加持股」評等及目標價 24 元，相當於 2020 年預估每股淨值 17 元的 1.4 倍。考量 EDC 成本下降將帶動 4Q19 起華夏獲利重啓年成長趨勢，我們持續建議投資人布局該股。

投資風險

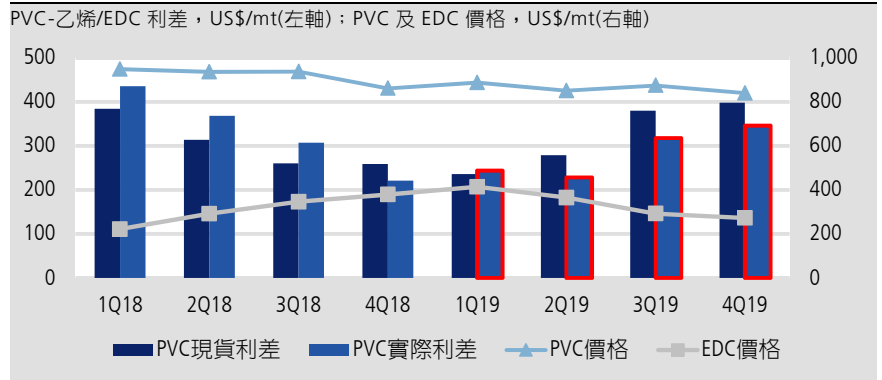
原油價格暴跌、原物料需求弱於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入 (NT\$百萬)	14,157	14,702	15,193	14,968	14,653
營業毛利 (NT\$百萬)	2,940	2,777	2,703	2,097	2,814
營業利益 (NT\$百萬)	1,874	1,651	1,573	897	1,614
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,443	1,270	1,276	743	1,251
每股盈餘 (NT\$)	3.02	2.58	2.52	1.41	2.37
每股現金股利 (NT\$)	1.70	1.50	1.50	1.00	1.40
每股盈餘成長率 (%)	84.3	(14.6)	(2.4)	(44.0)	68.4
本益比 (x)	7.3	8.6	8.8	15.7	9.3
股價淨值比 (x)	1.4	1.4	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	4.7	5.3	5.3	8.6	5.5
淨負債比率 (%)	1.3	4.7	0.7	8.5	1.9
殖利率 (%)	7.7	6.8	6.8	4.5	6.3
股東權益報酬率 (%)	20.8	16.7	15.8	8.9	14.3

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q19 PVC 現貨利差及考慮庫存時間差的利差皆季增



資料來源：卓創資訊；凱基

圖 2：3Q19 財報結果 & 4Q19 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	3Q19							4Q19F						
	財報結果	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	3,825	3,825	(0.0)	(12.2)	10.0	3,701	3.4	3,561	3,766	(5.5)	(6.9)	(8.6)	3,835	(7.2)
毛利	524	613	(14.6)	47.3	(2.2)	560	(6.4)	769	840	(8.4)	46.9	93.6	677	13.7
營業利益	226	326	(30.5)	648.5	(17.2)	289	(21.6)	457	568	(19.5)	102.0	280.2	417	9.7
稅前淨利	232	327	(29.1)	262.6	(25.4)	307	(24.5)	459	541	(15.2)	98.1	261.6	405	13.4
稅後淨利	171	253	(32.5)	245.2	(28.4)	241	(29.0)	338	406	(16.7)	97.9	199.0	321	5.3
每股盈餘(元)	0.32	0.48	(32.5)	245.2	(28.4)	0.46	(29.0)	0.64	0.77	(16.7)	97.9	199.0	0.61	5.3
毛利率 (%)	13.7	16.0	(2.3)ppts	5.5 ppts	(1.7)ppts	15.1	(1.4)ppts	21.6	22.3	(0.7)ppts	7.9 ppts	11.4 ppts	17.7	4.0 ppts
營利率 (%)	5.9	8.5	(2.6)ppts	5.2 ppts	(1.9)ppts	7.8	(1.9)ppts	12.8	15.1	(2.2)ppts	6.9 ppts	9.8 ppts	10.9	2.0 ppts
淨利率 (%)	4.5	6.6	(2.2)ppts	3.3 ppts	(2.4)ppts	6.5	(2.0)ppts	9.5	10.8	(1.3)ppts	5.0 ppts	6.6 ppts	8.4	1.1 ppts

資料來源：凱基

圖 3：2019-20 年財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	14,968	15,174	(1.4)	(1.5)	15,020	(0.3)	14,653	14,649	0.0	(2.1)	15,033	(2.5)
毛利	2,097	2,258	(7.1)	(22.4)	2,122	(1.2)	2,814	2,804	0.3	34.2	2,393	17.6
營業利益	897	1,108	(19.0)	(42.9)	980	(8.4)	1,614	1,654	(2.4)	79.8	1,303	23.9
稅前獲利	980	1,158	(15.3)	(40.7)	1,087	(9.8)	1,639	1,679	(2.4)	67.2	1,350	21.4
稅後淨利	743	893	(16.8)	(41.8)	844	(12.0)	1,251	1,283	(2.5)	68.4	1,043	20.0
每股盈餘(元)	1.41	1.69	(16.8)	(41.8)	1.64	(12.0)	2.37	2.44	(2.5)	68.4	2.01	20.0
毛利率 (%)	14.0	14.9	(0.9)ppts	(3.8)ppts	14.1	(0.1)ppts	19.2	19.1	0.1 ppts	5.2 ppts	15.9	3.3 ppts
營利率 (%)	6.0	7.3	(1.3)ppts	(4.4)ppts	6.5	(0.5)ppts	11.0	11.3	(0.3)ppts	5.0 ppts	8.7	2.3 ppts
淨利率 (%)	5.0	5.9	(0.9)ppts	(3.4)ppts	5.6	(0.7)ppts	8.5	8.8	(0.2)ppts	3.6 ppts	6.9	1.6 ppts

資料來源：凱基

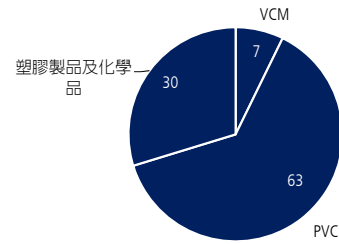
圖 4: 公司概況

華夏成立於 1964 年，為台聚集團中的乙烯法 PVC 業者，主要生產基地位於高雄林園、苗栗頭份，自中油購買乙烯、中東及北美進口 EDC 料源，一貫化生產產品包含 VCM、PVC 與 PVC 二次加工品、三次加工品。VCM 業務乃藉轉投資台氯 87.2% 股權經營。

資料來源：凱基

圖 5: PVC、VCM 為主要產品

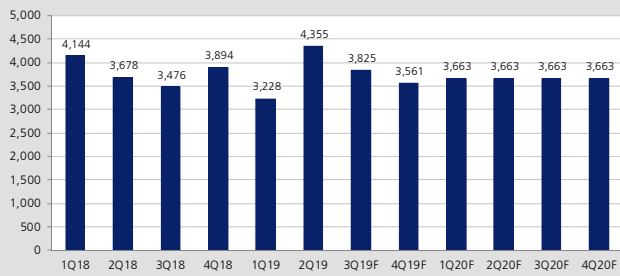
營收比重(不含內部撥轉)，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 季營收入

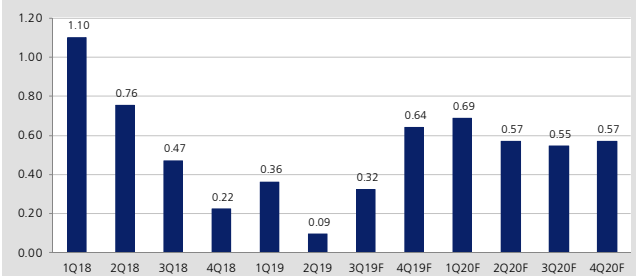
營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 每股盈利

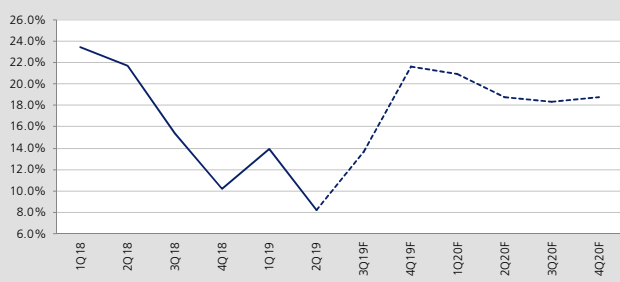
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

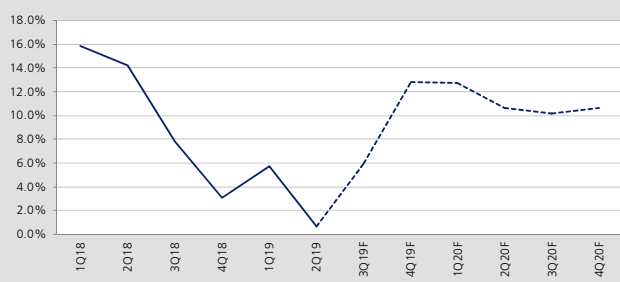
圖 9: 本益比



資料來源：凱基

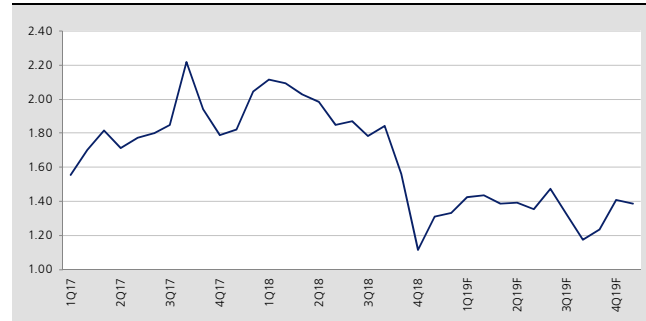
圖 10: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 19: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,228	4,355	3,825	3,561	3,663	3,663	3,663	3,663	15,193	14,968	14,653
營業成本	(2,779)	(3,999)	(3,301)	(2,791)	(2,898)	(2,975)	(2,991)	(2,975)	(12,490)	(12,870)	(11,839)
營業毛利	449	356	524	769	765	688	673	688	2,703	2,097	2,814
營業費用	(265)	(325)	(297)	(312)	(300)	(300)	(300)	(300)	(1,130)	(1,200)	(1,200)
營業利益	184	30	226	457	465	388	373	388	1,573	897	1,614
折舊	(148)	(152)	(126)	(77)	(126)	(126)	(126)	(126)	(503)	(503)	(503)
攤提	(7)	(9)	(6)	(2)	(6)	(6)	(6)	(6)	(24)	(24)	(24)
EBITDA	338	192	358	536	597	520	504	520	2,100	1,424	2,141
利息收入	2	8	2	3	4	4	4	4	16	15	15
投資利益淨額	10	7	3	0	5	5	5	5	-	20	20
其他營業外收入	44	48	3	(37)	-	-	-	-	233	58	-
總營業外收入	56	62	9	(34)	9	9	9	9	249	93	35
利息費用	(3)	(3)	(3)	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)	(10)	(10)	(10)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	(25)	-	-
其他營業外費用	(11)	(26)	-	37	-	-	-	-	(133)	-	-
總營業外費用	(14)	(29)	(3)	36	(3)	(3)	(3)	(3)	(168)	(10)	(10)
稅前純益	225	64	232	459	472	394	379	394	1,654	980	1,639
所得稅費用[利益]	(35)	(20)	(43)	(88)	(90)	(75)	(72)	(75)	(306)	(186)	(311)
少數股東損益	(7)	2	(18)	(28)	(19)	(19)	(19)	(19)	(80)	(51)	(77)
非常項目稅後純益	183	46	171	343	363	300	288	300	1,269	743	1,251
非常項目	1	3	-	(4)	-	-	-	-	7	-	-
稅後淨利	184	50	171	338	363	300	288	300	1,276	743	1,251
每股盈餘 (NT\$)	0.36	0.09	0.32	0.64	0.69	0.57	0.55	0.57	2.52	1.41	2.37
獲利率 (%)											
營業毛利率	13.9	8.2	13.7	21.6	20.9	18.8	18.4	18.8	17.8	14.0	19.2
營業利益率	5.7	0.7	5.9	12.8	12.7	10.6	10.2	10.6	10.4	6.0	11.0
EBITDA Margin	10.5	4.4	9.4	15.1	16.3	14.2	13.8	14.2	13.8	9.5	14.6
稅前純益率	7.0	1.5	6.1	12.9	12.9	10.8	10.3	10.8	10.9	6.5	11.2
稅後純益率	5.7	1.1	4.5	9.5	9.9	8.2	7.9	8.2	8.4	5.0	8.5
季成長率 (%)											
營業收入	(17.1)	34.9	(12.2)	(6.9)	2.9	0.0	0.0	0.0			
營業毛利	12.8	(20.7)	47.3	46.9	(0.5)	(10.1)	(2.2)	2.3			
營業收益增長	52.6	(83.5)	648.5	102.0	1.8	(16.6)	(4.0)	4.2			
EBITDA	32.9	(43.3)	86.9	49.9	11.3	(12.9)	(3.0)	3.1			
稅前純益	77.2	(71.6)	262.6	98.1	2.7	(16.4)	(3.9)	4.1			
稅後純益	62.9	(73.1)	245.2	97.9	7.3	(17.3)	(4.2)	4.4			
年成長率 (%)											
營業收入	(22.1)	18.4	10.0	(8.6)	13.5	(15.9)	(4.2)	2.9	3.3	(1.5)	(2.1)
營業毛利	(53.8)	(55.5)	(2.2)	93.6	70.6	93.5	28.4	(10.6)	(2.7)	(22.4)	34.2
營業收益	(72.0)	(94.2)	(17.2)	280.2	153.5	1183.1	64.6	(15.1)	(4.7)	(42.9)	79.8
EBITDA	(56.9)	(70.8)	(11.8)	111.0	76.6	171.3	40.8	(3.1)	(0.3)	(32.2)	50.3
稅前純益	(67.0)	(88.0)	(25.4)	261.6	109.4	516.6	63.4	(14.2)	2.4	(40.7)	67.2
稅後純益	(66.0)	(87.1)	(28.4)	199.0	96.9	506.1	68.3	(11.3)	0.5	(41.8)	68.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
資產總額	13,309	12,673	13,224	13,069	13,869
流動資產	7,200	5,994	6,314	5,707	6,259
現金及短期投資	3,768	2,328	2,636	1,163	1,729
存貨	1,723	1,856	1,717	1,891	1,891
應收帳款及票據	1,432	1,679	1,804	2,011	2,011
其他流動資產	277	130	157	643	629
非流動資產	6,109	6,680	6,910	7,361	7,610
長期投資	404	532	512	533	553
固定資產	5,227	5,730	6,010	6,201	6,453
什項資產	477	418	388	627	603
負債總額	5,553	4,472	4,413	4,236	4,236
流動負債	2,480	1,786	2,108	1,771	1,771
應付帳款及票據	1,024	853	1,087	984	984
短期借款	460	-	-	-	-
什項負債	997	933	1,021	787	787
長期負債	3,073	2,686	2,305	2,465	2,465
長期借款	1,050	1,050	1,000	1,000	1,000
其他負債及準備	2,023	1,636	1,305	1,465	1,465
股東權益總額	7,756	8,201	8,811	8,833	9,634
普通股本	4,777	4,920	5,068	5,270	5,270
保留盈餘	1,900	2,063	2,335	2,551	3,064
少數股東權益	380	395	436	457	457
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
年成長率					
營業收入	2.3%	3.8%	3.3%	(1.5%)	(2.1%)
營業收益增長	104.6%	(11.9%)	(4.7%)	(42.9%)	79.8%
EBITDA	74.7%	(8.0%)	(0.3%)	(32.2%)	50.3%
稅後純益	88.0%	(12.0%)	0.5%	(41.8%)	68.4%
每股盈餘成長率	84.3%	(14.6%)	(2.4%)	(44.0%)	68.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	20.8%	18.9%	17.8%	14.0%	19.2%
營業利益率	13.2%	11.2%	10.4%	6.0%	11.0%
EBITDA Margin	16.2%	14.3%	13.8%	9.5%	14.6%
稅後純益率	10.2%	8.6%	8.4%	5.0%	8.5%
平均資產報酬率	11.2%	9.8%	9.9%	5.7%	9.3%
股東權益報酬率	20.8%	16.7%	15.8%	8.9%	14.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	19.5%	12.8%	11.3%	11.3%	10.4%
淨負債比率	1.3%	4.7%	0.7%	8.5%	1.9%
利息保障倍數 (x)	82.3	125.1	164.0	99.0	164.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	98.7	123.7	180.1	83.1	184.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	4.5	123.7	180.1	83.1	184.8
流動比率 (x)	2.9	3.4	3.0	3.2	3.5
速動比率 (x)	2.2	2.3	2.2	2.2	2.5
淨負債 (NT\$百萬)	101	387	65	749	183
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.02	2.58	2.52	1.41	2.37
每股現金盈餘 (NT\$)	4.57	3.28	3.61	1.58	3.51
每股淨值 (NT\$)	15.44	15.87	16.53	15.89	17.41
調整後每股淨值 (NT\$)	15.44	15.87	16.53	15.89	17.41
每股營收 (NT\$)	29.64	29.88	29.98	28.40	27.80
EBITDA/Share (NT\$)	4.79	4.28	4.14	2.70	4.06
每股現金股利 (NT\$)	1.70	1.50	1.50	1.00	1.40
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.10	1.13	1.17	1.14	1.09
應收帳款周轉天數	37.0	41.7	43.3	49.0	50.2
存貨周轉天數	56.2	56.8	50.2	53.6	58.4
應付帳款周轉天數	33.4	26.1	31.8	27.9	30.4
現金轉換周轉天數	59.9	72.4	61.8	74.8	78.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入	14,157	14,702	15,193	14,968	14,653
營業成本	(11,217)	(11,925)	(12,490)	(12,870)	(11,839)
營業毛利	2,940	2,777	2,703	2,097	2,814
營業費用	(1,066)	(1,126)	(1,130)	(1,200)	(1,200)
營業利益	1,874	1,651	1,573	897	1,614
總營業外收入	161	142	249	93	35
利息收入	12	14	16	15	15
投資利益淨額	-	16	-	20	20
其他營業外收入	149	113	233	58	-
總營業外費用	(234)	(177)	(168)	(10)	(10)
利息費用	(22)	(13)	(10)	(10)	(10)
投資損失	(4)	-	(25)	-	-
其他營業外費用	(208)	(164)	(133)	-	-
稅前純益	1,801	1,616	1,654	980	1,639
所得稅費用[利益]	(280)	(275)	(306)	(186)	(311)
少數股東損益	(100)	(69)	(80)	(51)	(77)
非常項目	22	(2)	7	-	-
稅後淨利	1,443	1,270	1,276	743	1,251
EBITDA	2,288	2,106	2,100	1,424	2,141
每股盈餘 (NT\$)	3.02	2.58	2.52	1.41	2.37

現金流量

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營運活動之現金流量	2,185	1,611	1,828	831	1,848
本期純益	1,443	1,270	1,276	743	1,251
折舊及攤提	414	455	527	527	527
本期運用資金變動	292	(551)	249	(970)	(197)
其他營業資產及負債變動	36	437	(224)	532	267
投資活動之現金流量	(481)	(1,017)	(737)	(755)	(755)
投資用短期投資出售[新購]	0	6	7	-	-
本期長期投資變動	-	(0)	(0)	-	-
資本支出淨額	(567)	(1,022)	(755)	(755)	(755)
其他資產變動	86	(0)	11	-	-
自由現金流	1,690	228	1,279	(495)	858
融資活動之現金流量	(1,072)	(1,331)	(822)	(760)	(527)
短期借款變動	(390)	(460)	-	-	-
長期借款變動	(183)	-	(50)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(469)	(812)	(736)	(760)	(527)
其他融資現金流	(31)	(59)	(36)	-	-
匯率影響數	(6)	(10)	3	-	-
本期產生現金流量	626	(746)	272	(684)	566
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
1 - 營業成本/營業收入	20.8%	18.9%	17.8%	14.0%	19.2%
- 銷管費用/營業收入	7.5%	7.7%	7.4%	8.0%	8.2%
= 營業利益率	13.2%	11.2%	10.4%	6.0%	11.0%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	2.0	1.8	1.9	1.6	1.5
營業利益率	13.2%	11.2%	10.4%	6.0%	11.0%
x 資本周轉率	2.0	1.8	1.9	1.6	1.5
x (1 - 有效現金稅率)	84.5%	83.0%	81.5%	81.0%	81.0%
= 稅後 ROIC	22.2%	17.1%	16.1%	7.6%	13.3%

資料來源：公司資料，凱基

華夏 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-10-18	增加持股	24.00	20.15
2019-08-12	持有	21.00	20.05
2019-06-18	持有	22.00	22.95
2019-05-14	持有	22.00	22.65
2019-03-07	持有	22.00	23.95
2018-11-30	增加持股	28.00	21.60
2018-11-13	增加持股	28.00	21.15
2018-10-22	增加持股	28.00	18.90
2018-08-13	增加持股	38.00	28.20
2018-05-14	增加持股	36.00	30.65

資料來源：TEJ，凱基

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

國喬

(1312.TW/1312 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	17.95
12 個月目標價 (NT\$)	22.00
前次目標價 (NT\$)	25.00
調降 (%)	12.0
上漲空間 (%)	22.6

焦點內容

國喬公告 3Q19 EPS 達 0.53 元，小幅低於凱基預估及市場共識。在我們對塑化產業整體供需展望悲觀之際，我們持續看好國喬投資價值，主要係考量：1) 2H20 前 SM-ABS 產能成長有限。2) P/B 位於歷史低緣。

交易資料表

市值：(NT\$/US\$mn)	16.27 / 534
流通在外股數(百萬股)：	907
外資持有股數(百萬股)：	263.9
3M 平均成交量(百萬股)：	3.12
52 週股價(低\高)(NT\$)：	17.70 -25.10

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	1.4	-14.9	-20.1
相對表現 (%)	-9.3	-23.5	-37.4

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	1.08A	0.88A	1.05A	0.26A
2019	0.65A	0.78A	0.53F	0.29F
2020	0.40F	0.37F	0.57F	0.45F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

許家源
886.2.2181.80088707
tom.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

3Q19 獲利低於預期

重要訊息

國喬公告 3Q19 EPS 達 0.53 元，小幅低於凱基預估及市場共識。

評論及分析

3Q19 獲利小幅低於預期。3Q19 EPS 達 0.53 元，小幅低於凱基預估的 0.69 元及市場共識的 0.62 元，主因包括：1) 南韓 Hanwha Total SM 工廠意外停工解除，拖累 SM 利差自 2Q19 的 US\$283/mt 季減至 US\$228/mt。2) 股利收入僅貢獻約當每股 0.03 元，低於預期的每股 0.13 元。

預估 4Q19 EPS 進一步季減。我們預估 4Q19 EPS 將季減至 0.29 元，較原先預估的 0.51 元大幅下修，主要係考量浙江石化及恆力石化啓動 SM 新工廠的預行銷，造成 PS-ABS 業者壓低庫存水準、以預留採購低價 SM 料源的空間，拖累 SM 利差季減至 4Q19 以來的 US\$186/mt。我們認為浙江石化及恆力石化的 SM 工廠最早於 3Q20 方有機會投產，主要係考量：1) 其烯烴工廠在 4Q19 皆尚未投產，難以供應其 SM 工廠乙烯料源。2) 4Q19 以來，外售苯的利差已恢復至損益平衡水準，使其不需急於投產 SM 工廠以去化苯。

投資建議

反映獲利下修，我們下調目標價至 22 元，相當於 2020 年預估每股淨值 28 元的 0.8 倍(自 2019 年預估每股淨值 28 元的 0.9 倍)，維持「增加持股」評等。在我們對塑化產業整體供需展望悲觀之際，我們持續看好國喬投資價值，主要係考量：1) 2H20 前 SM-ABS 產能成長有限。2) P/B 位於歷史低緣。

投資風險

原油價格暴跌、原物料需求弱於預期。

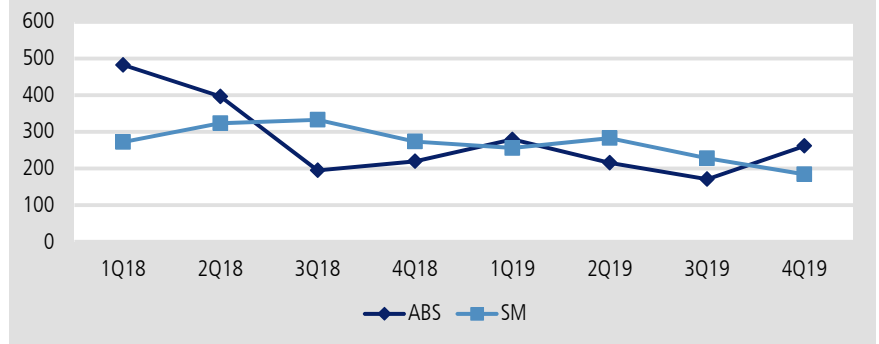
主要財務數據及估值

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入 (NT\$百萬)	19,919	23,351	24,741	20,246	19,228
營業毛利 (NT\$百萬)	3,424	3,794	4,055	2,770	2,515
營業利益 (NT\$百萬)	2,167	2,484	2,739	1,490	1,235
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,401	3,289	2,960	2,037	1,626
每股盈餘 (NT\$)	2.65	3.64	3.26	2.25	1.79
每股現金股利 (NT\$)	1.00	1.00	-	1.00	1.00
每股盈餘成長率 (%)	63.6	37.0	(10.5)	(31.0)	(20.2)
本益比 (x)	6.8	4.9	5.5	8.0	10.0
股價淨值比 (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	2.7	2.1	1.9	2.4	2.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	5.6	5.6	0.0	5.6	5.6
股東權益報酬率 (%)	13.9	17.1	13.7	8.6	6.5

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: SM 利差在 4Q19 進一步下滑

ABS 及 SM 利差, US\$/mt



資料來源: 卓創資訊; 凱基

圖 2: 部門獲利預估

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019F	2020F
SM	307	279	656	107	256	389	223	84	1,349	951	741
ABS	311	220	60	(10)	62	94	8	19	581	182	218
PS	1	1	1	1	20	20	20	20	4	80	20
電視傳媒	48	106	104	99	29	84	60	77	357	250	250
其他	112	112	112	112	7	7	7	7	448	27	7
營業利益合計	778	718	933	309	374	593	317	206	2,739	1,490	1,235
鎮江奇美	440	413	150	(15)	308	378	210	130	988	1,027	815
其他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
轉投資收益合計	440	413	150	(15)	308	378	210	130	988	1,027	815
稅後淨利	977	799	950	234	589	707	479	262	2,960	2,037	1,626
EPS	1.08	0.88	1.04	0.26	0.65	0.78	0.53	0.29	3.26	2.25	1.79

資料來源: 凱基

圖 3: 3Q19 財報結果 & 4Q19 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	3Q19							4Q19F						
	財報結果	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	5,029	5,469	(8.1)	(9.2)	(25.3)	5,485	(8.3)	4,672	5,627	(17.0)	(7.1)	(18.4)	5,560	(16.0)
毛利	627	827	(24.1)	(31.8)	(50.6)	775	(19.1)	532	801	(33.6)	(15.1)	(12.4)	773	(31.1)
營業利益	317	482	(34.1)	(46.5)	(66.0)	385	(17.7)	206	440	(53.2)	(35.1)	(33.4)	369	(44.3)
稅前淨利	607	830	(26.9)	(42.1)	(51.3)	773	(21.5)	360	608	(40.7)	(40.6)	5.8	666	(45.9)
稅後淨利	479	626	(23.4)	(32.2)	(49.5)	565	(15.2)	262	462	(43.3)	(45.4)	11.8	495	(47.1)
每股盈餘 (元)	0.53	0.69	(23.4)	(32.2)	(49.5)	0.62	(15.2)	0.29	0.51	(43.3)	(45.4)	11.8	0.55	(47.1)
毛利率 (%)	12.5	15.1	(2.6)ppts	(4.1)ppts	(6.4)ppts	14.1	(1.7)ppts	11.4	14.2	(2.8)ppts	(1.1)ppts	0.8 ppts	13.9	(2.5)ppts
營業率 (%)	6.3	8.8	(2.5)ppts	(4.4)ppts	(7.6)ppts	7.0	(0.7)ppts	4.4	7.8	(3.4)ppts	(1.9)ppts	(1.0)ppts	6.6	(2.2)ppts
淨利率 (%)	9.5	11.4	(1.9)ppts	(3.2)ppts	(4.6)ppts	10.3	(0.8)ppts	5.6	8.2	(2.6)ppts	(3.9)ppts	1.5 ppts	8.9	(3.3)ppts

資料來源: 凱基

圖 4: 2019-20 年財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	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	20,246	21,643	(6.5)	(18.2)	21,592	(6.2)	19,228	21,501	(10.6)	(5.0)	21,511	(10.6)
毛利	2,770	3,239	(14.5)	(31.7)	3,165	(12.5)	2,515	2,805	(10.3)	(9.2)	2,702	(6.9)
營業利益	1,490	1,889	(21.1)	(45.6)	1,851	(19.5)	1,235	1,455	(15.1)	(17.1)	1,383	(10.6)
稅前獲利	2,725	3,196	(14.7)	(32.8)	3,199	(14.8)	2,205	2,463	(10.5)	(19.1)	2,519	(12.5)
稅後淨利	2,037	2,383	(14.5)	(31.2)	2,354	(13.5)	1,626	1,804	(9.9)	(20.2)	1,877	(13.4)
每股盈餘 (元)	2.25	2.63	(14.5)	(31.2)	2.62	(13.5)	1.79	1.99	(9.9)	(20.2)	1.99	(13.4)
毛利率 (%)	13.7	15.0	(1.3)ppts	(2.7)ppts	14.7	(1.0)ppts	13.1	13.0	0.0 ppts	(0.6)ppts	12.6	0.5 ppts
營業率 (%)	7.4	8.7	(1.4)ppts	(3.7)ppts	8.6	(1.2)ppts	6.4	6.8	(0.3)ppts	(0.9)ppts	6.4	(0.0)ppts
淨利率 (%)	10.1	11.0	(0.9)ppts	(1.9)ppts	10.9	(0.8)ppts	8.5	8.4	0.1 ppts	(1.6)ppts	8.7	(0.3)ppts

資料來源: 凱基

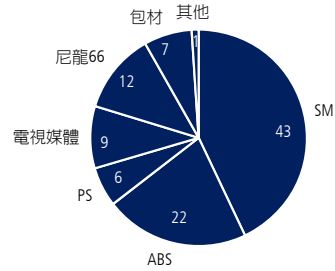
圖 5: 公司概況

國喬成立於 1973 年，為向下整合的 SM 生產商，主要生產基地位於高雄大社，自中油購買乙烯、苯及丁二烯，一貫化生產產品包含 SM、ABS 及 PS，PS 業務乃藉轉投資國亨化學 100% 股權經營。此外，國喬生產包材及尼龍 66，並亦透過持有緯來電視網 62.29% 經營電視傳媒業務。

資料來源：凱基

圖 6: SM、ABS 及 PS 為主要產品

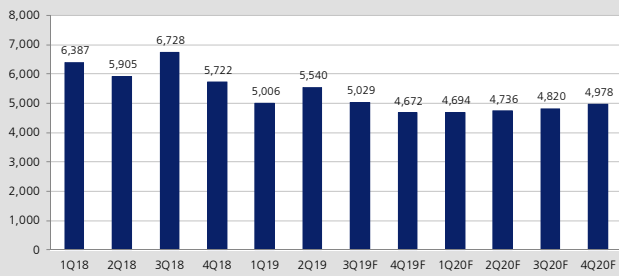
產品營收比重(不含內部撥轉)，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 季營收入

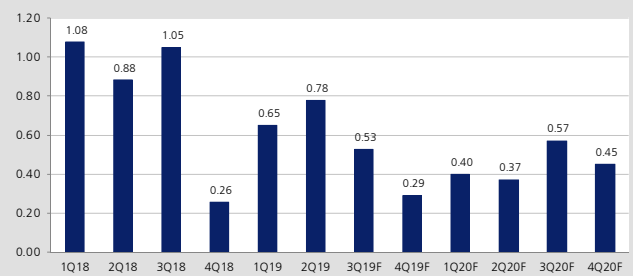
營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

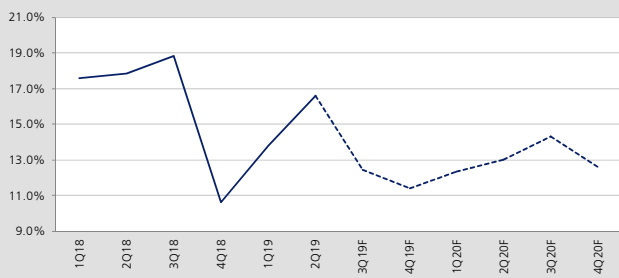
每股盈利，元



資料來源：凱基

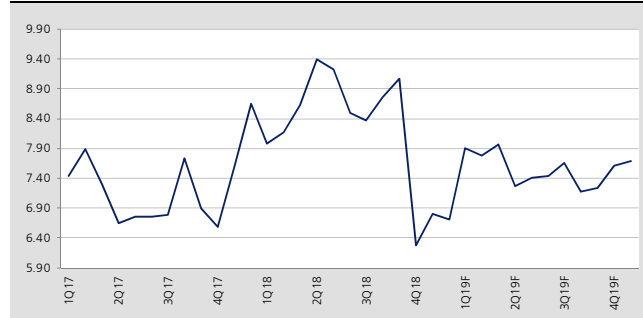
圖 9: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

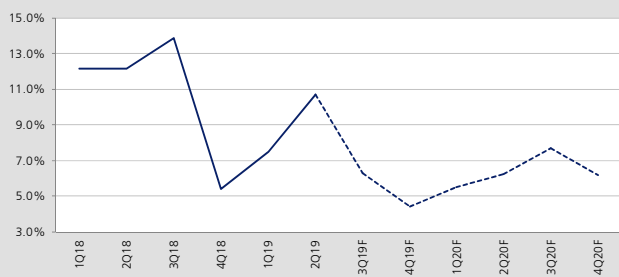
圖 10: 本益比



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 12: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	5,006	5,540	5,029	4,672	4,694	4,736	4,820	4,978	24,741	20,246	19,228
營業成本	(4,315)	(4,621)	(4,401)	(4,139)	(4,115)	(4,120)	(4,129)	(4,349)	(20,686)	(17,476)	(16,712)
營業毛利	691	919	627	532	579	616	691	629	4,055	2,770	2,515
營業費用	(317)	(326)	(310)	(326)	(320)	(320)	(320)	(320)	(1,317)	(1,280)	(1,280)
營業利益	374	593	317	206	259	296	371	309	2,739	1,490	1,235
折舊	(230)	(233)	(225)	(212)	(225)	(225)	(225)	(225)	(857)	(900)	(900)
攤提	(224)	(185)	(185)	(148)	(185)	(185)	(185)	(185)	(741)	(741)	(741)
EBITDA	827	1,011	728	566	669	707	782	719	4,337	3,131	2,877
利息收入	24	28	24	24	25	25	25	25	67	100	100
投資利益淨額	308	410	241	130	196	212	272	196	1,144	1,090	875
其他營業外收入	13	21	26	(10)	-	-	-	-	137	50	-
總營業外收入	346	460	291	144	221	237	297	221	1,349	1,240	975
利息費用	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(5)	(5)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(8)	(3)	-	11	-	-	-	-	(29)	-	-
總營業外費用	(10)	(4)	(1)	10	(1)	(1)	(1)	(1)	(31)	(5)	(5)
稅前純益	710	1,048	607	360	478	532	667	528	4,057	2,725	2,205
所得稅費用[利益]	(110)	(315)	(94)	(54)	(86)	(165)	(120)	(92)	(906)	(572)	(463)
少數股東損益	(11)	(27)	(33)	(45)	(29)	(29)	(29)	(29)	(191)	(116)	(116)
非常項目稅後純益	589	707	479	262	363	338	518	407	2,960	2,037	1,626
非常項目	0	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	589	707	479	262	363	338	518	407	2,960	2,037	1,626
每股盈餘 (NT\$)	0.65	0.78	0.53	0.29	0.40	0.37	0.57	0.45	3.26	2.25	1.79
獲利率 (%)											
營業毛利率	13.8	16.6	12.5	11.4	12.3	13.0	14.3	12.6	16.4	13.7	13.1
營業利益率	7.5	10.7	6.3	4.4	5.5	6.3	7.7	6.2	11.1	7.4	6.4
EBITDA Margin	16.5	18.2	14.5	12.1	14.3	14.9	16.2	14.4	17.5	15.5	15.0
稅前純益率	14.2	18.9	12.1	7.7	10.2	11.2	13.8	10.6	16.4	13.5	11.5
稅後純益率	11.8	12.8	9.5	5.6	7.7	7.1	10.7	8.2	12.0	10.1	8.5
季成長率 (%)											
營業收入	(12.5)	10.7	(9.2)	(7.1)	0.5	0.9	1.8	3.3			
營業毛利	13.8	33.0	(31.8)	(15.1)	8.7	6.5	12.2	(9.0)			
營業收益增長	21.0	58.6	(46.5)	(35.1)	25.7	14.5	25.3	(16.8)			
EBITDA	11.1	22.2	(28.0)	(22.2)	18.3	5.6	10.6	(8.0)			
稅前純益	108.3	47.7	(42.1)	(40.6)	32.6	11.3	25.4	(20.8)			
稅後純益	151.3	20.0	(32.2)	(45.4)	38.6	(6.9)	53.2	(21.4)			
年成長率 (%)											
營業收入	(21.6)	(6.2)	(25.3)	(18.4)	(6.2)	(14.5)	(4.2)	6.6	6.0	(18.2)	(5.0)
營業毛利	(38.5)	(12.8)	(50.6)	(12.4)	(16.3)	(33.0)	10.2	18.1	6.9	(31.7)	(9.2)
營業收益	(52.0)	(17.4)	(66.0)	(33.4)	(30.8)	(50.0)	17.0	50.0	10.3	(45.6)	(17.1)
EBITDA	(30.0)	(10.1)	(43.4)	(24.0)	(19.1)	(30.1)	7.4	27.1	1.2	(27.8)	(8.1)
稅前純益	(40.9)	(17.3)	(51.3)	5.8	(32.6)	(49.3)	9.9	46.5	(3.0)	(32.8)	(19.1)
稅後純益	(39.7)	(11.6)	(49.5)	11.8	(38.4)	(52.2)	8.0	55.4	(10.0)	(31.2)	(20.2)

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
資產總額	25,005	28,000	29,860	31,916	32,951
流動資產	7,772	9,474	10,852	11,986	13,508
現金及短期投資	1,196	2,123	2,768	3,700	4,822
存貨	1,651	2,023	2,041	1,741	1,941
應收帳款及票據	3,033	3,252	3,001	2,995	3,195
其他流動資產	1,893	2,076	3,041	3,550	3,550
非流動資產	17,233	18,526	19,008	19,930	19,443
長期投資	8,075	9,611	10,528	11,916	12,671
固定資產	8,260	7,778	7,427	6,933	6,433
什項資產	899	1,136	1,053	1,080	339
負債總額	4,158	4,516	4,239	4,253	4,453
流動負債	2,887	3,131	2,877	2,492	2,692
應付帳款及票據	1,860	1,945	1,549	1,483	1,683
短期借款	99	39	5	3	3
什項負債	928	1,147	1,323	1,007	1,007
長期負債	1,271	1,385	1,362	1,761	1,761
長期借款	2	-	1	3	3
其他負債及準備	1,269	1,385	1,361	1,758	1,758
股東權益總額	20,847	23,484	25,621	27,662	28,498
普通股本	9,066	9,066	9,066	9,266	9,266
保留盈餘	5,566	7,715	9,473	10,604	11,323
少數股東權益	2,603	2,766	2,882	2,881	2,997
優先股股東資金	200	200	200	-	-

主要財務比率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
年成長率					
營業收入	(0.5%)	17.2%	6.0%	(18.2%)	(5.0%)
營業收益增長	18.7%	14.6%	10.3%	(45.6%)	(17.1%)
EBITDA	15.1%	10.3%	1.2%	(27.8%)	(8.1%)
稅後純益	63.1%	37.0%	(10.0%)	(31.2%)	(20.2%)
每股盈餘成長率	63.6%	37.0%	(10.5%)	(31.0%)	(20.2%)
獲利能力分析					
營業毛利率	17.2%	16.2%	16.4%	13.7%	13.1%
營業利益率	10.9%	10.6%	11.1%	7.4%	6.4%
EBITDA Margin	19.5%	18.4%	17.5%	15.5%	15.0%
稅後純益率	12.1%	14.1%	12.0%	10.1%	8.5%
平均資產報酬率	10.0%	12.4%	10.2%	6.6%	5.0%
股東權益報酬率	13.9%	17.1%	13.7%	8.6%	6.5%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	647.3	2,910.0	2,211.9	546.0	442.0
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	659.0	2,789.1	2,493.9	514.0	485.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	30.3	98.2	692.1	328.1	310.0
流動比率 (x)	2.7	3.0	3.8	4.8	5.0
速動比率 (x)	2.1	2.4	3.1	4.1	4.3
淨負債 (NT\$百萬)	(965)	(2,083)	(2,724)	(2,977)	(4,099)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.65	3.64	3.26	2.25	1.79
每股現金盈餘 (NT\$)	3.49	4.45	5.05	2.84	2.68
每股淨值 (NT\$)	19.90	22.63	24.86	27.33	28.13
調整後每股淨值 (NT\$)	20.05	22.77	24.90	27.34	28.13
每股營收 (NT\$)	22.13	25.92	27.33	22.34	21.21
EBITDA/Share (NT\$)	4.32	4.76	4.79	3.45	3.17
每股現金股利 (NT\$)	1.00	1.00	-	1.00	1.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.83	0.88	0.86	0.66	0.59
應收帳款周轉天數	55.7	50.8	44.3	54.0	60.8
存貨周轉天數	36.6	37.8	36.0	36.4	42.5
應付帳款周轉天數	41.3	36.3	27.3	31.0	36.9
現金轉換周轉天數	51.1	52.3	53.0	59.4	66.5

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入	19,919	23,351	24,741	20,246	19,228
營業成本	(16,495)	(19,557)	(20,686)	(17,476)	(16,712)
營業毛利	3,424	3,794	4,055	2,770	2,515
營業費用	(1,257)	(1,310)	(1,317)	(1,280)	(1,280)
營業利益	2,167	2,484	2,739	1,490	1,235
總營業外收入	967	1,773	1,349	1,240	975
利息收入	23	35	67	100	100
投資利益淨額	758	1,702	1,144	1,090	875
其他營業外收入	186	36	137	50	-
總營業外費用	(50)	(73)	(31)	(5)	(5)
利息費用	(5)	(1)	(2)	(5)	(5)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(45)	(72)	(29)	-	-
稅前純益	3,084	4,183	4,057	2,725	2,205
所得稅費用[利益]	(505)	(735)	(906)	(572)	(463)
少數股東損益	(178)	(159)	(191)	(116)	(116)
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	2,401	3,289	2,960	2,037	1,626
EBITDA	3,885	4,285	4,337	3,131	2,877
每股盈餘 (NT\$)	2.65	3.64	3.26	2.25	1.79

現金流量

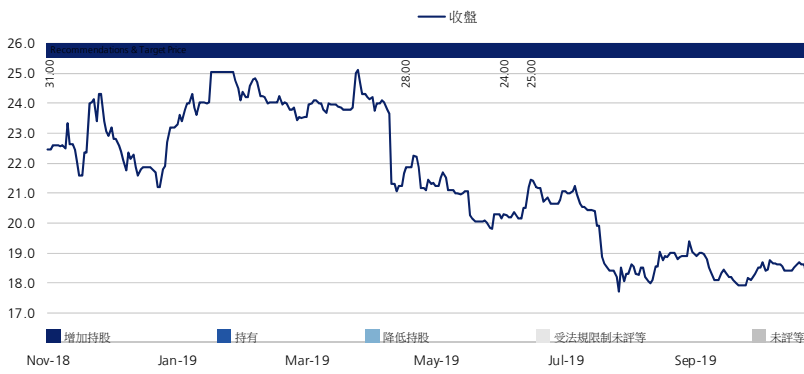
NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營運活動之現金流量	3,145	4,011	4,576	2,570	2,428
本期純益	2,401	3,289	2,960	2,037	1,626
折舊及攤提	1,717	1,802	1,598	1,641	1,641
本期運用資金變動	(581)	(507)	(163)	(1,470)	(200)
其他營業資產及負債變動	(393)	(572)	181	361	(639)
投資活動之現金流量	(1,743)	(1,898)	(3,072)	(2,295)	(400)
投資用短期投資出售[新購]	128	-	(227)	-	-
本期長期投資變動	-	(116)	(717)	(495)	-
資本支出淨額	(837)	(450)	(536)	(400)	(400)
其他資產變動	(1,034)	(1,332)	(1,593)	(1,400)	-
自由現金流	1,236	1,970	2,285	208	1,276
融資活動之現金流量	(1,104)	(962)	(937)	(22)	(906)
短期借款變動	(87)	(58)	(35)	-	-
長期借款變動	(204)	(4)	1	-	-
現金增資	-	(23)	(18)	-	-
已支付普通股股息	(813)	(970)	(982)	(22)	(906)
其他融資現金流	0	1	1	-	-
匯率影響數	(42)	(95)	40	-	-
本期產生現金流量	256	1,057	607	253	1,122
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
1 - 營業成本/營業收入	17.2%	16.2%	16.4%	13.7%	13.1%
- 銷管費用/營業收入	6.3%	5.6%	5.3%	6.3%	6.7%
= 營業利益率	10.9%	10.6%	11.1%	7.4%	6.4%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
= 資本周轉率	1.5	1.8	1.8	1.5	1.5
營業利益率	10.9%	10.6%	11.1%	7.4%	6.4%
x 資本周轉率	1.5	1.8	1.8	1.5	1.5
x (1 - 有效現金稅率)	83.6%	82.4%	77.7%	79.0%	79.0%
= 稅後 ROIC	14.0%	15.5%	15.5%	8.5%	7.6%

資料來源：公司資料，凱基

國喬 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-08-13	增加持股	25.00	17.70
2019-07-01	增加持股	25.00	21.20
2019-06-18	增加持股	24.00	20.15
2019-05-14	增加持股	28.00	21.45
2019-05-02	增加持股	28.00	21.65
2019-04-26	增加持股	31.00	21.30
2019-03-21	增加持股	31.00	24.10
2018-11-30	增加持股	31.00	22.35
2018-11-12	增加持股	31.00	22.20
2018-08-13	增加持股	36.00	28.30

資料來源：TEJ，凱基

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

中橡

(2104.TW/2104 TT)

持有 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	31.10
12 個月目標價 (NT\$)	26.00
前次目標價 (NT\$)	29.00
調降 (%)	10.3
下跌空間 (%)	16.4

焦點內容

中橡公告 3Q19 EPS 達 0.53 元，低於凱基預估。我們持續認為電池技術瓶頸及生技授權金爭議將衝擊 2019-20 年獲利展望，建議投資人靜待電池產品開發進度明朗後再檢視該股。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	30.63 / 1,006
流通在外股數 (百萬股)：	985
外資持有股數 (百萬股)：	112.5
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.23
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	31.10 -45.30

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-17.2	-21.2	-14.8
相對表現 (%)	-27.9	-29.8	-32.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	1.29A	1.33A	1.50A	0.50A
2019	0.88A	0.31A	0.53F	0.19F
2020	0.34F	0.34F	0.53F	0.34F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

許家源
886.2.2181.87077
tom.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

減損損失再次拖累獲利

重要訊息

中橡公告 3Q19 EPS 達 0.53 元，低於凱基預估。

評論及分析

3Q19 獲利低於預期。 3Q19 EPS 達 0.53 元，低於凱基預估的 0.73 元，三大部門獲利皆劣於預期：1) 碳黑部門：中國廠虧損擴大，抵銷美國廠在 9 月調漲售價的正面效益，部門持續處於虧損水準。2) 生技部門：歐洲市場授權金爭議下，中橡已在 2Q19 預先打消歐洲市場逾期 1-90 天的應收帳款之半數，在 3Q19，中橡再打消歐洲市場未逾期的應收帳款(相當於 3Q19 期間歐洲市場營收)之半數，此類減損損失約當衝擊 3Q19 每股 0.54 元。3) 電池部門：研發技術瓶頸未突破，處於損益平衡。4) 股利收入貢獻每股 0.51 元。

預估 4Q19 EPS 季減。 我們預估 4Q19 EPS 進一步季減至 0.19 元，主要係考量：1) 碳黑部門：持續處於虧損水準。2) 生技部門：假設歐洲市場授權金爭議未解，將再認列應收帳款的減損損失，約當衝擊每股 0.54 元。3) 電池部門：21700 系列的研發技術瓶頸尚未突破下，南科廠去瓶頸產能仍閒置、彰濱廠投資案持續擱置，拖累獲利處於損益平衡。

下修獲利展望。 我們下修 2019-20 年 EPS 預估至 1.78 元、1.55 元，主要係考量：1) 將每季約當每股 0.31 元的減損損失納入 4Q19-2020 年財務模型。2) 8 月中旬重組電池部門投資架構後，在多數個別投資人已將持股轉換為現金下，中橡對能元科技之持股比例將自 59% 提高至 65%。

投資建議

考量獲利展望下修，我們調降目標價至 26 元，相當於 2020 年預估每股淨值 33 元的 0.8 倍，維持「持有」評等。我們持續認為電池技術瓶頸及生技授權金爭議將衝擊 2019-20 年獲利展望，建議投資人靜待電池產品開發進度明朗後再檢視該股。

投資風險

原油價格暴跌、原物料需求弱於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入 (NT\$百萬)	15,889	20,114	24,432	24,739	23,919
營業毛利 (NT\$百萬)	4,570	5,570	6,577	6,335	6,007
營業利益 (NT\$百萬)	2,935	3,641	4,630	2,929	2,707
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,471	2,273	2,994	1,725	1,500
每股盈餘 (NT\$)	2.50	3.69	4.18	1.78	1.55
每股現金股利 (NT\$)	1.50	1.80	1.50	0.50	0.50
每股盈餘成長率 (%)	72.9	47.2	13.3	(57.4)	(13.1)
本益比 (x)	12.4	8.4	7.4	17.5	20.1
股價淨值比 (x)	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	4.6	4.3	3.3	6.7	7.1
淨負債比率 (%)	10.8	15.5	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.8	5.8	4.8	1.6	1.6
股東權益報酬率 (%)	8.3	12.0	12.2	5.7	4.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 3Q19 部門營業利益結果及差異

百萬元	財報結果	凱基預估	差異(%)
碳黑部門	(41)	119	N.M.
生技部門	442	790	(44)
電池部門	(14)	12	N.M.

資料來源：凱基

圖 2: 中橡應收帳款及預期信用損失

	1Q19	2Q19	3Q19
預期信用損失率(%)			
未逾期	0-1	0-1	0-50
逾期1-90天	0-25	0-50	0-50
備抵損失(百萬元)			
未逾期	12	12	509
逾期1-90天	20	279	270

資料來源：凱基

圖 3: 部門營業利益及主要子公司稅後淨利

百萬元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
部門營業利益												
碳黑部門	181	385	154	(53)	150	(37)	(41)	(15)	510	668	56	(90)
生技部門	915	912	960	891	962	775	442	465	3,134	3,679	2,644	2,750
電池部門	15	37	154	125	26	(138)	(14)	8	(21)	330	(117)	(139)
子公司稅後淨利												
碳黑部門												
台灣(林園先進)				(35)	90	(42)	50			(35)		
中國												
馬鞍山廠	31	22	8	(42)	(26)	(19)	(36)		104	20		
鞍山廠	2	(16)	(5)	(95)	(92)	(102)	(126)		59	(115)		
重慶廠	13	11	(16)	(8)	(6)	(31)	(52)		19	(0)		
美國(Continental Carbon)	82	72	116	47	76	210	108		82	317		
印度(Continental Carbon India)	(83)	73	11	(73)	18	(58)	(69)		16	(72)		
生技部門												
全循環經濟	0	0	0	0	279	202	85			211		
Synpac(North Carolina)	464	473	474	481	481	357	161		1,384	1,893		
Synpac Venture	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	607	492	317		2,144	2,408		
電池部門												
能元科技	1	35	170	120	33	(116)	(3)	(4)	(9)	326	(90)	(111)
首能科技									(1)	(0)		

資料來源：凱基

圖 4: 3Q19 財報結果 & 4Q19 財務預估修正

百萬元	3Q19							4Q19F						
	財報結果	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	6,414	6,300	1.8	3.2	(1.6)	6,369	0.7	6,045	6,387	(5.4)	(5.8)	(3.8)	6,434	(6.1)
毛利	1,924	1,690	13.9	46.3	8.5	1,673	15.1	1,517	1,857	(18.3)	(21.2)	(0.6)	1,743	(13.0)
營業利益	825	925	(10.8)	50.7	(36.6)	1,110	(25.7)	462	1,081	(57.3)	(44.0)	(48.4)	1,114	(58.6)
稅前淨利	843	1,067	(21.0)	46.3	(40.9)	1,221	(30.9)	384	866	(55.7)	(54.5)	(52.7)	1,029	(62.7)
稅後淨利	514	704	(26.9)	91.7	(49.6)	879	(41.5)	188	579	(67.6)	(63.5)	(47.9)	684	(72.6)
每股盈餘(元)	0.53	0.73	(26.9)	69.6	(64.7)	0.81	(34.8)	0.19	0.60	(67.6)	(63.5)	(61.5)	0.65	(70.0)
毛利率 (%)	30.0	26.8	3.2 ppts	8.8 ppts	2.8 ppts	26.3	3.7 ppts	25.1	29.1	(4.0)ppts	(4.9)ppts	0.8 ppts	27.1	(2.0)ppts
營利率 (%)	12.9	14.7	(1.8)ppts	4.0 ppts	(7.1)ppts	17.4	(4.6)ppts	7.6	16.9	(9.3)ppts	(5.2)ppts	(6.6)ppts	17.3	(9.7)ppts
淨利率 (%)	8.0	11.2	(3.2)ppts	3.7 ppts	(7.6)ppts	13.8	(5.8)ppts	3.1	9.1	(6.0)ppts	(4.9)ppts	(2.6)ppts	10.6	(7.5)ppts

資料來源: 凱基

圖 5: 2019-20 年財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	24,739	24,968	(0.9)	1.3	25,103	(1.5)	23,919	24,957	(4.2)	(3.3)	25,471	(6.1)
毛利	6,335	6,440	(1.6)	(3.7)	6,510	(2.7)	6,007	6,042	(0.6)	(5.2)	6,164	(2.5)
營業利益	2,929	3,648	(19.7)	(36.7)	4,276	(31.5)	2,707	2,986	(9.3)	(7.6)	3,869	(30.0)
稅前獲利	2,881	3,775	(23.7)	(36.9)	4,275	(32.6)	2,473	2,953	(16.3)	(14.2)	3,131	(21.0)
稅後淨利	1,725	2,493	(30.8)	(42.4)	2,962	(41.8)	1,500	1,866	(19.6)	(13.1)	2,587	(42.0)
每股盈餘(元)	1.78	2.57	(30.8)	(57.4)	2.91	(38.9)	1.55	1.92	(19.6)	(13.1)	2.64	(41.4)
毛利率 (%)	25.6	25.8	(0.2)ppts	(1.3)ppts	25.9	(0.3)ppts	25.1	24.2	0.9 ppts	(0.5)ppts	24.2	0.9 ppts
營利率 (%)	11.8	14.6	(2.8)ppts	(7.1)ppts	17.0	(5.2)ppts	11.3	12.0	(0.6)ppts	(0.5)ppts	15.2	(3.9)ppts
淨利率 (%)	7.0	10.0	(3.0)ppts	(5.3)ppts	11.8	(4.8)ppts	6.3	7.5	(1.2)ppts	(0.7)ppts	10.2	(3.9)ppts

資料來源: 凱基

圖 6: 2020 年 SOTP 法評價

	持股比重 (%)	帳面價值 (百萬元)	淨資產價值 (百萬元)	每股淨資產價值 (元)	評價方法	隱含P/B (倍)
碳黑部門	100	21,023	14,716	15	0.7x 2019F P/B	0.7
生技部門 (Synpac Venture, 全循環經濟)	100	5,552	5,135	5	NPV, 10% discount rate	0.9
電池部門 (能元科技)	66	3,800	3,800	4	1x 2019F P/B	1.0
淨現金(負債)		2,022	2,022	2		
合計		32,397	25,673	26		0.8

資料來源: 凱基

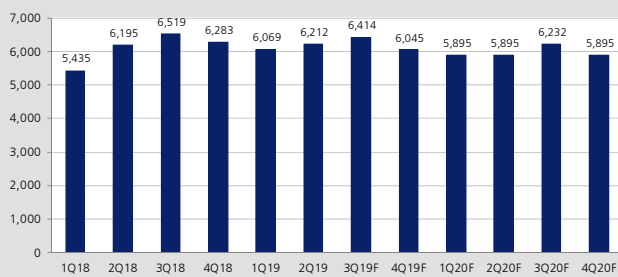
圖 7: 公司概況

中橡成立於 1973 年，為台泥集團中的碳黑生產商，主要生產基地位於高雄林園、中國、美國及印度，自焦化業者、煉油業者採購雜酚油、蔥油及乙烯焦油、燃料油原料，製成碳黑。

資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

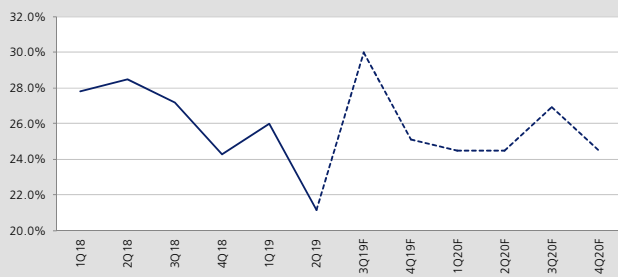
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

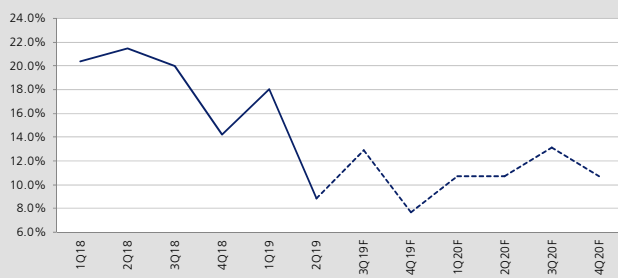
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

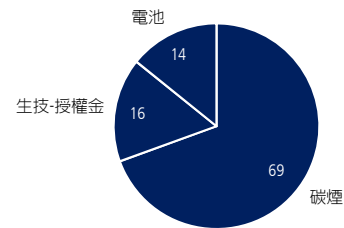
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 碳黑為主要產品

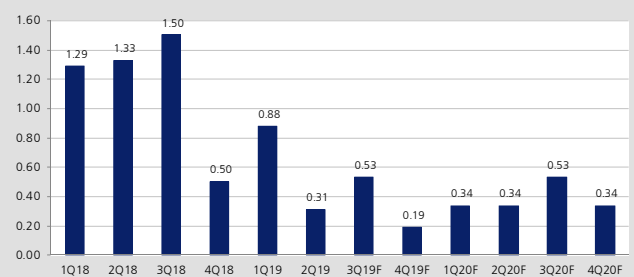
產品營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

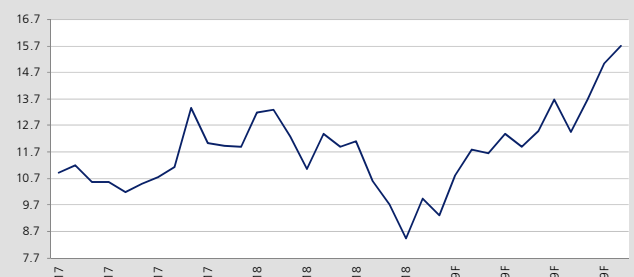
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

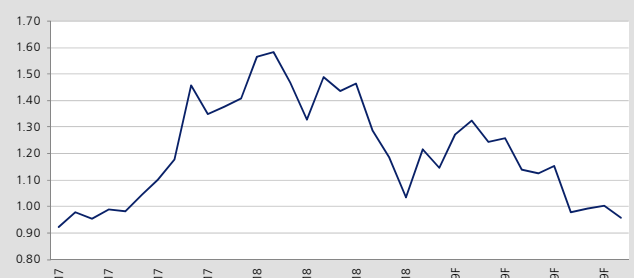
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 14: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	6,069	6,212	6,414	6,045	5,895	5,895	6,232	5,895	24,432	24,739	23,919
營業成本	(4,490)	(4,897)	(4,489)	(4,528)	(4,453)	(4,453)	(4,553)	(4,453)	(17,855)	(18,404)	(17,911)
營業毛利	1,579	1,315	1,924	1,517	1,443	1,443	1,679	1,443	6,577	6,335	6,007
營業費用	(484)	(768)	(1,099)	(1,055)	(813)	(813)	(863)	(813)	(1,947)	(3,406)	(3,300)
營業利益	1,095	547	825	462	630	630	817	630	4,630	2,929	2,707
折舊	(240)	(244)	(250)	(267)	(250)	(250)	(250)	(250)	(859)	(1,000)	(1,000)
攤提	(16)	(18)	(16)	(15)	(16)	(16)	(16)	(16)	(66)	(66)	(66)
EBITDA	1,351	809	1,091	744	897	897	1,083	897	5,555	3,995	3,773
利息收入	24	26	38	(7)	20	20	20	20	38	80	80
投資利益淨額	-	-	5	-	-	-	5	-	210	5	5
其他營業外收入	48	94	48	(3)	-	-	0	-	205	187	0
總營業外收入	71	120	91	(10)	20	20	25	20	452	272	85
利息費用	(86)	(90)	(73)	(71)	(80)	(80)	(80)	(80)	(355)	(320)	(320)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(2)	(1)	-	3	-	-	-	-	(159)	-	-
總營業外費用	(88)	(91)	(73)	(68)	(80)	(80)	(80)	(80)	(514)	(320)	(320)
稅前純益	1,078	576	843	384	570	570	762	570	4,569	2,881	2,473
所得稅費用[利益]	(288)	(280)	(295)	(97)	(196)	(196)	(196)	(196)	(1,316)	(960)	(786)
少數股東損益	(35)	(28)	(34)	(99)	(47)	(47)	(47)	(47)	(258)	(196)	(187)
非常項目稅後純益	755	268	514	188	327	327	519	327	2,994	1,725	1,500
非常項目	(0)	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	755	268	514	188	327	327	519	327	2,994	1,725	1,500
每股盈餘 (NT\$)	0.88	0.31	0.53	0.19	0.34	0.34	0.53	0.34	4.18	1.78	1.55
獲利率 (%)											
營業毛利率	26.0	21.2	30.0	25.1	24.5	24.5	26.9	24.5	26.9	25.6	25.1
營業利益率	18.0	8.8	12.9	7.6	10.7	10.7	13.1	10.7	19.0	11.8	11.3
EBITDA Margin	22.3	13.0	17.0	12.3	15.2	15.2	17.4	15.2	22.7	16.1	15.8
稅前純益率	17.8	9.3	13.1	6.3	9.7	9.7	12.2	9.7	18.7	11.6	10.3
稅後純益率	12.4	4.3	8.0	3.1	5.5	5.5	8.3	5.5	12.3	7.0	6.3
季成長率 (%)											
營業收入	(3.4)	2.4	3.2	(5.8)	(2.5)	0.0	5.7	(5.4)			
營業毛利	3.4	(16.7)	46.3	(21.2)	(4.9)	0.0	16.4	(14.1)			
營業收益增長	22.4	(50.0)	50.7	(44.0)	36.5	0.0	29.6	(22.9)			
EBITDA	18.6	(40.1)	34.9	(31.9)	20.6	0.0	20.8	(17.2)			
稅前純益	32.9	(46.6)	46.3	(54.5)	48.6	0.0	33.6	(25.2)			
稅後純益	109.4	(64.4)	91.7	(63.5)	74.1	0.0	58.6	(37.0)			
年成長率 (%)											
營業收入	11.7	0.3	(1.6)	(3.8)	(2.9)	(5.1)	(2.8)	(2.5)	21.5	1.3	(3.3)
營業毛利	4.5	(25.5)	8.5	(0.6)	(8.6)	9.7	(12.7)	(4.9)	18.1	(3.7)	(5.2)
營業收益	(1.1)	(58.8)	(36.6)	(48.4)	(42.4)	15.1	(1.0)	36.5	27.2	(36.7)	(7.6)
EBITDA	1.7	(47.7)	(29.2)	(34.7)	(33.6)	10.8	(0.7)	20.6	23.9	(28.1)	(5.5)
稅前純益	5.8	(56.1)	(40.9)	(52.7)	(47.1)	(1.0)	(9.6)	48.6	28.2	(36.9)	(14.2)
稅後純益	(5.0)	(67.3)	(49.6)	(47.9)	(56.7)	21.9	0.9	74.1	31.7	(42.4)	(13.1)

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
資產總額	30,931	36,344	49,934	53,007	54,209
流動資產	15,891	19,432	28,455	29,260	29,532
現金及短期投資	9,490	11,758	18,397	17,621	17,893
存貨	1,955	2,268	3,406	3,993	3,993
應收帳款及票據	3,644	4,658	5,868	6,189	6,189
其他流動資產	801	749	783	1,457	1,457
非流動資產	15,040	16,911	21,480	23,748	24,677
長期投資	3,641	3,969	4,896	5,832	5,827
固定資產	10,272	11,791	13,976	14,984	15,984
什項資產	1,127	1,152	2,608	2,932	2,866
負債總額	11,540	15,877	17,679	17,393	17,393
流動負債	6,978	8,967	11,095	10,023	10,023
應付帳款及票據	951	1,191	1,364	1,325	1,325
短期借款	4,938	6,397	7,861	7,415	7,415
什項負債	1,088	1,379	1,871	1,283	1,283
長期負債	4,562	6,910	6,583	7,370	7,370
長期借款	3,385	5,259	4,201	4,646	4,646
其他負債及準備	1,177	1,651	2,383	2,723	2,723
股東權益總額	19,391	20,467	32,255	35,614	36,816
普通股本	5,987	6,286	8,714	9,847	9,847
保留盈餘	3,329	4,256	5,275	6,515	7,530
少數股東權益	927	884	2,664	4,232	4,419
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
年成長率					
營業收入	(5.7%)	26.6%	21.5%	1.3%	(3.3%)
營業收益增長	40.6%	24.0%	27.2%	(36.7%)	(7.6%)
EBITDA	27.0%	15.9%	23.9%	(28.1%)	(5.5%)
稅後純益	72.9%	54.5%	31.7%	(42.4%)	(13.1%)
每股盈餘成長率	72.9%	47.2%	13.3%	(57.4%)	(13.1%)
獲利能力分析					
營業毛利率	28.8%	27.7%	26.9%	25.6%	25.1%
營業利益率	18.5%	18.1%	19.0%	11.8%	11.3%
EBITDA Margin	24.3%	22.3%	22.7%	16.1%	15.8%
稅後純益率	9.3%	11.3%	12.3%	7.0%	6.3%
平均資產報酬率	4.9%	6.8%	6.9%	3.4%	2.8%
股東權益報酬率	8.3%	12.0%	12.2%	5.7%	4.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	42.9%	57.0%	37.4%	33.9%	32.8%
淨負債比率	10.8%	15.5%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	9.6	13.1	13.9	10.0	8.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	6.5	8.8	9.4	6.4	8.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
流動比率 (x)	2.3	2.2	2.6	2.9	2.9
速動比率 (x)	2.0	1.9	2.3	2.5	2.5
淨負債 (NT\$百萬)	2,097	3,170	(2,779)	(1,749)	(2,022)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.50	3.69	4.18	1.78	1.55
每股現金盈餘 (NT\$)	3.43	4.23	4.63	2.11	2.84
每股淨值 (NT\$)	30.84	31.15	33.96	32.35	33.40
調整後每股淨值 (NT\$)	31.44	31.75	41.28	32.35	33.40
每股營收 (NT\$)	27.05	32.61	34.08	25.50	24.66
EBITDA/Share (NT\$)	6.58	7.27	7.75	4.12	3.89
每股現金股利 (NT\$)	1.50	1.80	1.50	0.50	0.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.53	0.60	0.57	0.48	0.45
應收帳款周轉天數	83.9	84.5	87.7	91.3	94.7
存貨周轉天數	63.2	56.9	69.6	79.2	81.6
應付帳款周轉天數	30.8	29.9	27.9	26.3	27.1
現金轉換周轉天數	116.4	111.5	129.4	144.2	149.2

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入	15,889	20,114	24,432	24,739	23,919
營業成本	(11,319)	(14,544)	(17,855)	(18,404)	(17,911)
營業毛利	4,570	5,570	6,577	6,335	6,007
營業費用	(1,635)	(1,929)	(1,947)	(3,406)	(3,300)
營業利益	2,935	3,641	4,630	2,929	2,707
總營業外收入	374	613	452	272	85
利息收入	21	18	38	80	80
投資利益淨額	214	204	210	5	5
其他營業外收入	139	391	205	187	0
總營業外費用	(672)	(689)	(514)	(320)	(320)
利息費用	(308)	(295)	(355)	(320)	(320)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(363)	(394)	(159)	-	-
稅前純益	2,638	3,565	4,569	2,881	2,473
所得稅費用[利益]	(1,224)	(1,265)	(1,316)	(960)	(786)
少數股東損益	57	(27)	(258)	(196)	(187)
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	1,471	2,273	2,994	1,725	1,500
EBITDA	3,867	4,484	5,555	3,995	3,773
每股盈餘 (NT\$)	2.50	3.69	4.18	1.78	1.55

現金流量

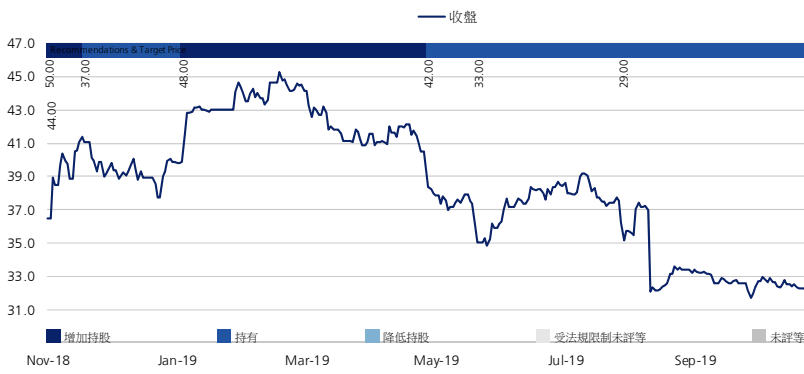
NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營運活動之現金流量	2,017	2,608	3,317	2,045	2,758
本期純益	1,471	2,273	2,994	1,725	1,500
折舊及攤提	932	843	924	1,066	1,066
本期運用資金變動	(231)	(1,086)	(2,176)	(1,618)	-
其他營業資產及負債變動	(155)	578	1,574	873	192
投資活動之現金流量	(1,938)	(2,847)	(4,421)	(2,000)	(2,000)
投資用短期投資出售[新購]	-	(170)	(277)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(38)	-	-
資本支出淨額	(2,220)	(3,402)	(4,068)	(2,000)	(2,000)
其他資產變動	282	725	(38)	-	-
自由現金流	(13)	(1,365)	(2,089)	(665)	847
融資活動之現金流量	(604)	2,847	7,398	(1,075)	(485)
短期借款變動	(1,344)	1,387	1,807	-	-
長期借款變動	1,397	1,946	(1,402)	-	-
現金增資	-	-	6,832	-	-
已支付普通股股息	(675)	(881)	(1,110)	(1,075)	(485)
其他融資現金流	19	395	1,271	-	-
匯率影響數	(60)	(348)	60	-	-
本期產生現金流量	(585)	2,260	6,354	(1,030)	273
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
1 - 營業成本/營業收入	28.8%	27.7%	26.9%	25.6%	25.1%
- 銷管費用/營業收入	10.3%	9.6%	8.0%	13.8%	13.8%
= 營業利益率	18.5%	18.1%	19.0%	11.8%	11.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9
營業利益率	18.5%	18.1%	19.0%	11.8%	11.3%
x 資本周轉率	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9
x (1 - 有效現金稅率)	53.6%	64.5%	71.2%	66.7%	68.2%
= 稅後 ROIC	10.0%	13.0%	14.1%	7.2%	6.6%

資料來源：公司資料，凱基

中橡 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-08-14	持有	29.00	36.20
2019-06-18	持有	33.00	36.30
2019-06-06	持有	33.00	35.05
2019-05-13	持有	42.00	39.45
2019-03-27	增加持股	48.00	41.80
2019-01-16	增加持股	48.00	39.85
2018-11-30	持有	37.00	41.05
2018-11-14	增加持股	44.00	36.45
2018-08-10	增加持股	50.00	48.25
2018-05-14	增加持股	48.00	44.65

資料來源：TEJ，凱基

增加持股 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	89.70
12 個月目標價 (NT\$)	114.0
前次目標價 (NT\$)	112.0
調升 (%)	1.8
上漲空間 (%)	27.1

焦點內容

3Q19 獲利優於預期，利潤率改善體現業務組織精簡化及產品組合優化效益。著眼 iPhone 及 Apple Watch 訂單強勁，我們相信消費暨智能產品仍是鴻海 2020 年主要營收來源。惟考量伺服器及網通產品成長將超越其餘產品線，明年利潤率可能存在較多上修空間。反映獲利上修，目標價同步調升至 114 元。重申「增加持股」。

交易資料表

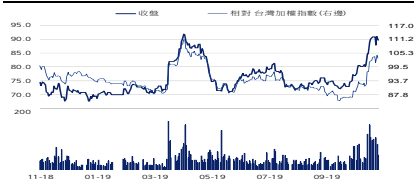
市值：(NT\$bn/US\$mn)	1,244/ 40,838
流通在外股數(百萬股)：	13,863
外資持有股數(百萬股)：	6,193
3M 平均成交量(百萬股)：	33.80
52 週股價(低\高)(NT\$)：	67.60 -91.80

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	23	10.5	20.6
相對表現 (%)	12.3	1.9	3.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	1.39A	1.01A	1.57A	3.90A
2019	1.43A	1.23A	2.21F	3.36F
2020	1.58F	1.12F	2.71F	4.08F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

台灣研究團隊
886.2.2181.8888

重要免責聲明，詳見最終頁

鴻海

(2317.TW/2317 TT)

堅持轉型之路

重要訊息

我們本日參加鴻海 3Q19 財報法說。

評論及分析

3Q19 財報超前，毛利率走勢轉佳。鴻海公布 3Q19 淨利 307 億元(季增 80%、年增 41%)，表現優於預期。毛利率/營利率分別自 2Q19 的 5.3%/1.3% 提升至 6.0%/2.4%，體現業務組織精簡化及產品組合優化效益。管理層正面展望業務持續致力轉型及精進效率，目標獲利能力不斷提升，定下 3-5 年內毛利率達 10% 的目標，並預期營運槓桿放大能驅動獲利能力更上層樓。

企業產品成長格外帶勁。鴻海集團的金雞母要屬企業應用著墨較深的工業富聯(中)，貢獻上季獲利 57%。儘管消費暨智能產品 4Q19 季增幅可望轉強，管理層最寄予厚望的仍是 2020 年 5G 基礎佈建需求下，將由伺服器及網通產品帶領企業產品成長出線(15%以上)。著眼 iPhone 及 Apple Watch 訂單強勁，我們相信消費暨智能產品仍是鴻海 2020 年主要營收來源。惟考量伺服器及網通產品成長將超越其餘產品線，明年利潤率可能存在較多上修空間。鴻海的伺服器/資料中心/網通業務主要客戶包括亞馬遜(美)、微軟(美)、惠普(美)、戴爾(美)、聯想(中)、思科(美)及電信設備製造商。據公司統計，伺服器/網通業務佔今年營收 23-27%。

投資建議

近期而言，我們看好需求穩健的 iPhone 業務帶動 4Q19 營收季增 23.4%、毛利率持穩於 6.7%。基於 5G iPhone 產品週期改善以及更多 5G IoT 應用問世，凱基預期 2020-21 年公司獲利將恢復成長達 15.4% 與 20.1%。管理層也給出配息率 40% 以上的指引。鴻海目前股價對應 2020 年本益比 9.4 倍與股價淨值比 0.9 倍，位於歷史評價區間的低點，因此我們認為後續下檔空間有限。基於強勁獲利展望，研判目前風險報酬具吸引力。反映獲利上修，目標價同步調升至 114 元，估自 2020 年本益比 12 倍，倍數取自歷史區間高檔。考量明年獲利走勢看俏，相信 12 倍本益比評價當屬合理。重申「增加持股」。

投資風險

中美貿易衝突加劇；iPhone 需求不如預期；5G 產品出貨較預期緩慢。

主要財務數據及估值

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營業收入 (NT\$百萬)	4,706,736	5,293,803	5,314,201	5,746,763	5,964,414
營業毛利 (NT\$百萬)	303,007	332,030	318,380	365,205	415,037
營業利益 (NT\$百萬)	112,570	136,147	119,658	159,035	188,046
稅後淨利 (NT\$百萬)	138,734	129,065	114,056	131,605	158,012
每股盈餘 (NT\$)	8.01	8.03	8.23	9.49	11.40
每股現金股利 (NT\$)	2.00	4.00	4.55	5.26	6.31
每股盈餘成長率 (%)	(6.8)	0.3	2.5	15.4	20.1
本益比 (x)	11.2	11.2	10.9	9.4	7.9
股價淨值比 (x)	1.4	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	7.5	6.1	4.9	4.0	3.4
淨負債比率 (%)	1.9	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.2	4.5	5.1	5.9	7.0
股東權益報酬率 (%)	12.8	11.2	8.8	9.3	10.6

資料來源：公司資料，凱基

3Q19 財報超前，毛利率走勢轉佳

鴻海公布 3Q19 淨利 307 億元(季增 80%、年增 41%)，表現優於預期。毛利率/營利率分別自 2Q19 的 5.3%/1.3% 提升至 6.0%/2.4%，體現業務流線精簡化及產品組合優化效益。管理層正面展望業務持續致力轉型及精進效率，目標獲利能力不斷提升，定下 3-5 年內毛利率 10% 的目標，並預期營運槓桿放大能驅動獲利能力更上層樓。

圖 1：3Q19 財報與 4Q19 財測修正暨市場共識比較

百萬元	3Q19						4Q19F							
	實際值	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	1,387,792	1,384,738	0.2	19.7	0.9	1,380,611	0.5	1,712,322	1,774,239	(3.5)	23.4	(5.4)	1,757,688	(2.6)
毛利	83,382	83,497	(0.1)	35.3	3.2	80,641	3.4	115,089	121,715	(5.4)	38.0	(9.2)	113,986	1.0
EBIT	33,491	34,224	(2.1)	115.4	6.8	30,293	10.6	54,510	61,065	(10.7)	62.8	(15.2)	52,362	4.1
稅後淨利	30,664	25,057	22.4	79.8	23.3	27,734	10.6	46,513	52,088	(10.7)	51.7	(25.7)	45,731	1.7
每股盈餘 (元)	2.21	1.81	22.4	79.8	40.7	2.00	10.6	3.36	3.76	(10.7)	51.7	(13.9)	3.39	(0.9)
毛利率 (%)	6.0	6.0	(0.0)ppts	0.7 ppts	0.1 ppts	5.8	0.2 ppts	6.7	6.9	(0.1)ppts	0.7 ppts	(0.3)ppts	6.5	0.2 ppts
營利率 (%)	2.4	2.5	(0.1)ppts	1.1 ppts	0.1 ppts	2.2	0.2 ppts	3.2	3.4	(0.3)ppts	0.8 ppts	(0.4)ppts	3.0	0.2 ppts
淨利率 (%)	2.2	1.8	0.4 ppts	0.7 ppts	0.4 ppts	2.0	0.2 ppts	2.7	2.9	(0.2)ppts	0.5 ppts	(0.7)ppts	2.6	0.1 ppts

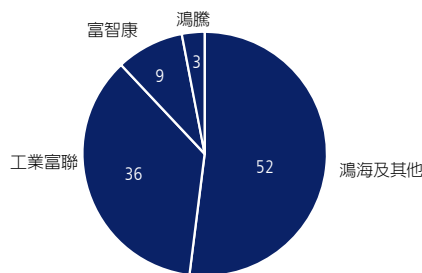
資料來源：Bloomberg，凱基

企業產品成長帶勁

鴻海集團的金雞母要屬企業應用著墨較深的工業富聯，貢獻上季獲利 57%。儘管消費電子暨智能產品 4Q19 季增幅可望轉強，管理層最寄予厚望的仍是 2020 年 5G 基礎佈建需求下，將由伺服器及網通產品帶領企業產品成長出線 (15% 以上)。著眼 iPhone 及 Apple Watch 訂單強勁，我們相信消費暨智能產品仍是鴻海 2020 年主要營收來源。惟考量伺服器及網通產品成長將超越其餘產品線，明年利潤率可能存在較多上修空間。鴻海的伺服器/資料中心/網通業務主要客戶包括亞馬遜、微軟、惠普、戴爾、聯想、思科及電信設備製造商。據公司統計，伺服器/網通業務佔今年營收 23-27%。

圖 2：集團事業體營收組成

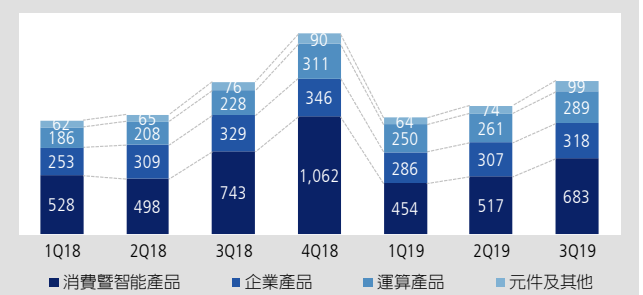
3Q19 按子公司事業體營收比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：集團產品線營收結構

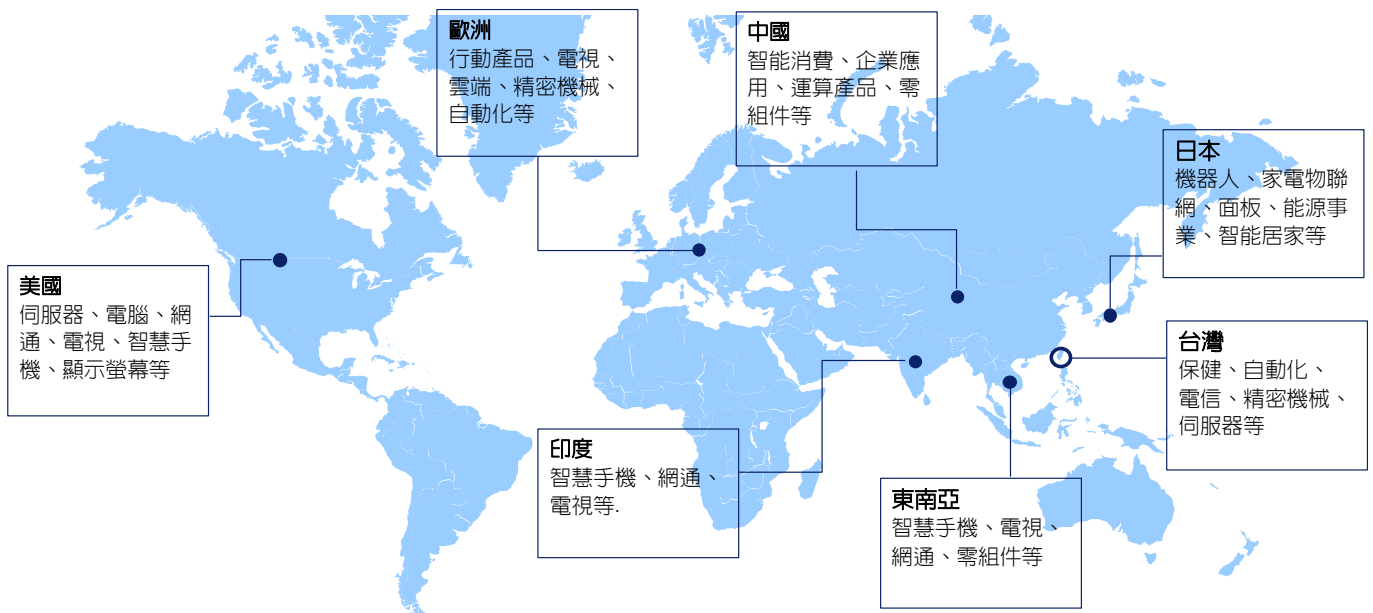
3Q19 各產品線營收，十億元



資料來源：公司資料，凱基

因應公司分散中國以外生產基地的趨勢，我們認為鴻海憑藉全球物流的能力，將取得比競爭對手更有利的市場位置。儘管產線遷移可能導致營業費用增加，但受惠於 2020 年起 5G 相關產品帶動營收規模擴張，研究部預期公司將享有更顯著的營運槓桿。與此同時，鴻海持續推動生產自動化與垂直整合的綜效將逐漸開花結果。我們預期 2020-21 年公司營業利益率將維持穩定向上走勢。

圖 4：鴻海全球營運版圖



資料來源：公司資料，凱基

營運轉型中：評價位於谷底，重申「增加持股」

考量 2020 年 iPhone 出貨量將見好轉且新的 5G 週期即將展開，我們預期鴻海獲利將恢復年成長。近期而言，我們認為公司將受惠於 2H19 與 1H20 iPhone 需求優於預期。

在業務持續致力轉型及精簡的過程中，凱基看好集團獲利將伴隨 5G 需求揚帆而起飛，特別是通訊板塊的富智康(港)、工業富聯，印刷電路板/軟板業務的臻鼎-KY (4958 TT, NT\$139.0, 增加持股)，以及射頻前端/系統級封裝板塊的訊芯-KY (6451 TT, NT\$156.0, 未評等)等佈局。過去五年鴻海的本益比評價介於 7-13 倍之間，平均值為 10 倍。基於營收與獲利趨勢好轉、穩健的淨現金部位以及 5% 以上的殖利率，研究部認為鴻海目前的風險報酬具吸引力，因此我們設定的 12 倍目標本益比應無過高之嫌。

圖 5：2019-20 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	5,314,201	5,373,063	(1.1)	0.4	5,371,071	(1.1)	5,746,763	5,831,341	(1.5)	8.1	5,598,567	2.6
毛利	318,380	325,121	(2.1)	(4.1)	317,699	0.2	365,205	365,505	(0.1)	14.7	341,737	6.9
EBIT	119,658	126,946	(5.7)	(12.1)	116,498	2.7	159,035	160,156	(0.7)	32.9	130,638	21.7
稅後淨利	114,056	114,023	0.0	(11.6)	112,504	1.4	131,605	128,925	2.1	15.4	118,453	11.1
每股盈餘(元)	8.23	8.23	0.0	2.5	8.16	0.9	9.49	9.30	2.1	15.4	8.58	10.7
毛利率 (%)	6.0	6.1	(0.1)ppts	(0.3)ppts	5.9	0.1 ppts	6.4	6.3	0.1 ppts	0.4 ppts	6.1	0.3 ppts
營業率 (%)	2.3	2.4	(0.1)ppts	(0.3)ppts	2.2	0.1 ppts	2.8	2.7	0.0 ppts	0.5 ppts	2.3	0.4 ppts
淨利率 (%)	2.1	2.1	0.0 ppts	(0.3)ppts	2.1	0.1 ppts	2.3	2.2	0.1 ppts	0.1 ppts	2.1	0.2 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基

圖 6：同業評價比較表

公司	代號	市值 (美金百萬元)	股價 (當地貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 複合成長率(%) (2018-2020F)	本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		股東權益報酬率 (%)		股利殖利率 (%)	
				2019F	2020F		2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
鴻海	2317 TT	40,902	89.7	8.23	9.49	8.7	10.9	9.4	0.9	0.9	8.8	9.3	5.1	5.9
廣達	2382 TT	7,737	60.9	4.13	4.87	11.4	14.7	12.5	1.7	1.6	11.6	13.2	6.1	7.2
和碩	4938 TT	6,013	70.0	5.69	6.27	21.4	12.3	11.2	1.1	1.0	9.4	9.4	5.7	6.2
英業達	2356 TT	2,631	22.3	1.61	2.04	6.2	13.9	10.9	1.4	1.4	10.3	12.9	6.0	7.6
仁寶	2324 TT	2,653	18.3	1.71	1.84	(5.2)	10.7	9.9	0.7	0.7	7.0	7.9	6.3	6.5
緯創	3231 TT	2,632	28.2	2.05	2.19	11.5	13.7	12.9	1.1	1.0	7.9	8.1	5.6	6.2
華碩	2357 TT	5,216	213.5	17.94	20.18	88.1	11.9	10.6	0.9	0.8	7.9	8.2	7.8	8.4
宏碁	2353 TT	1,800	17.8	1.07	1.18	8.2	16.7	15.1	0.9	0.9	5.4	6.1	4.4	4.9
聯想	992 HK	8,646	5.6	0.05	0.06	N.M.	112.8	89.5	16.4	15.8	15.7	19.8	3.7	4.4
蘋果	AAPL US	1,170,534	263.4	11.68	12.97	3.9	22.6	20.3	13.5	17.4	57.1	76.0	1.1	1.2
惠普	HPQ US	28,853	19.5	2.22	2.23	(17.8)	8.8	8.7	N.M.	N.M.	(405.1)	(324.5)	3.3	3.6
同業平均							22.6	19.2	3.9	4.2	(24.0)	(13.9)	5.0	5.6

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 7: 公司概況

1974 年由郭台銘成立的鴻海為全球最大的 EMS 業者，主要從事電腦、消費性電子、伺服器與网通設備的組裝和生產。鴻海亦透過業外投資跨足其他領域，包括半導體、機械模組與工業網際網路。公司在國內與海外均設有營運據點。

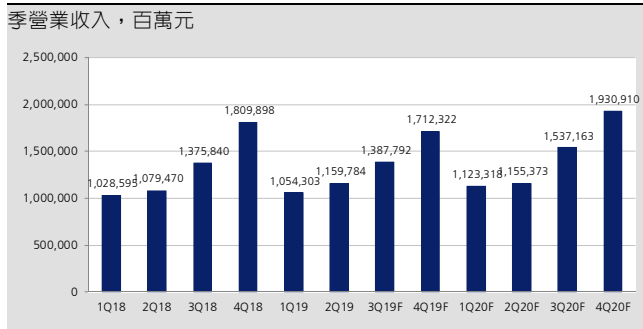
資料來源：凱基

圖 8: 外資持股



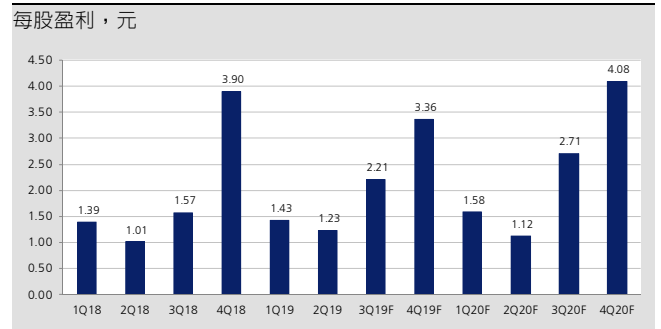
資料來源：TEJ, 凱基

圖 9: 季營業收入



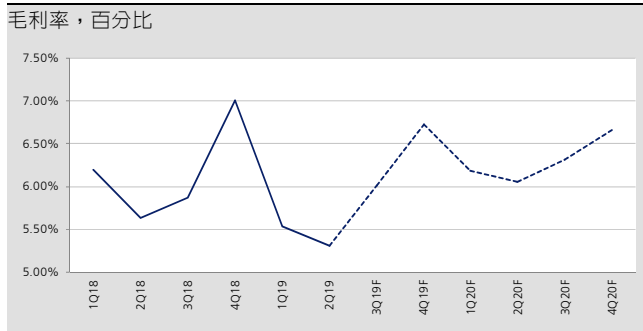
資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率



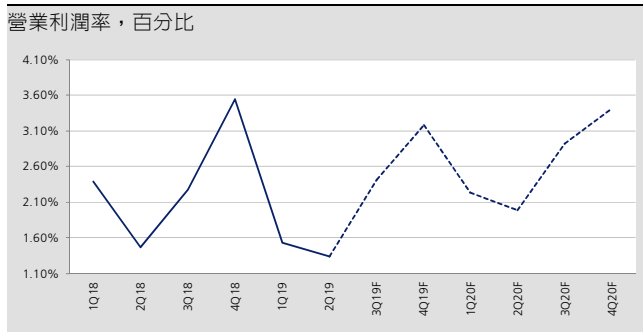
資料來源：凱基

圖 12: 未來一年預估本益比區間



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 14: 未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營業收入	1,054,303	1,159,784	1,387,792	1,712,322	1,123,318	1,155,373	1,537,163	1,930,910	5,314,201	5,746,763	5,964,414
營業成本	(996,000)	(1,098,178)	(1,304,410)	(1,597,233)	(1,053,789)	(1,085,464)	(1,440,096)	(1,802,208)	(4,995,821)	(5,381,558)	(5,549,378)
營業毛利	58,303	61,606	83,382	115,089	69,528	69,909	97,067	128,702	318,380	365,205	415,037
營業費用	(42,194)	(46,058)	(49,891)	(60,579)	(44,347)	(46,930)	(52,109)	(62,784)	(198,722)	(206,170)	(226,991)
營業利益	16,109	15,549	33,491	54,510	25,182	22,978	44,958	65,917	119,658	159,035	188,046
折舊	(15,328)	(15,243)	(14,588)	(13,192)	(14,420)	(14,420)	(14,420)	(14,420)	(58,351)	(57,680)	(58,093)
攤提	(351)	(392)	-	743	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	31,788	31,184	48,079	66,958	39,602	37,398	59,378	80,337	178,009	216,715	246,138
利息收入	15,789	20,217	20,217	20,217	20,217	20,217	20,217	20,217	76,440	80,867	80,867
投資利益淨額	1,943	8,839	600	600	600	600	600	600	11,982	2,400	2,400
其他營業外收入	12,697	4,776	8,577	5,586	5,586	5,586	5,586	5,586	31,635	22,342	22,342
總營業外收入	30,429	33,832	29,394	26,402	26,402	26,402	26,402	26,402	120,057	105,610	105,610
利息費用	(14,390)	(16,242)	(16,242)	(16,242)	(16,242)	(16,242)	(16,242)	(16,242)	(63,116)	(64,968)	(64,968)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1,664)	(4,586)	(4,586)	(4,586)	(4,586)	(4,586)	(4,586)	(4,586)	(15,421)	(18,342)	(18,342)
總營業外費用	(16,055)	(20,828)	(20,828)	(20,828)	(20,828)	(20,828)	(20,828)	(20,828)	(78,537)	(83,310)	(83,310)
稅前純益	30,483	28,553	42,057	60,085	30,757	28,553	50,533	71,492	161,178	181,335	210,345
所得稅費用[利益]	(6,322)	(10,524)	(8,240)	(8,983)	(6,379)	(10,524)	(9,901)	(10,689)	(34,069)	(37,492)	(43,644)
少數股東損益	(4,336)	(976)	(3,153)	(4,588)	(2,430)	(2,478)	(3,132)	(4,197)	(13,053)	(12,238)	(8,689)
非常項目稅後純益	19,825	17,054	30,664	46,513	21,947	15,551	37,500	56,606	114,056	131,605	158,012
非常項目	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	19,825	17,054	30,664	46,513	21,947	15,551	37,500	56,606	114,056	131,605	158,012
每股盈餘 (NT\$)	1.43	1.23	2.21	3.36	1.58	1.12	2.71	4.08	8.23	9.49	11.40
獲利率 (%)											
營業毛利率	5.5	5.3	6.0	6.7	6.2	6.1	6.3	6.7	6.0	6.4	7.0
營業利益率	1.5	1.3	2.4	3.2	2.2	2.0	2.9	3.4	2.3	2.8	3.2
EBITDA Margin	3.0	2.7	3.5	3.9	3.5	3.2	3.9	4.2	3.3	3.8	4.1
稅前純益率	2.9	2.5	3.0	3.5	2.7	2.5	3.3	3.7	3.0	3.2	3.5
稅後純益率	1.9	1.5	2.2	2.7	2.0	1.3	2.4	2.9	2.1	2.3	2.6
季成長率 (%)											
營業收入	(41.7)	10.0	19.7	23.4	(34.4)	2.9	33.0	25.6			
營業毛利	(54.0)	5.7	35.3	38.0	(39.6)	0.5	38.8	32.6			
營業收益增長	(74.9)	(3.5)	115.4	62.8	(53.8)	(8.7)	95.7	46.6			
EBITDA	(60.9)	(1.9)	54.2	39.3	(40.9)	(5.6)	58.8	35.3			
稅前純益	(59.4)	(6.3)	47.3	42.9	(48.8)	(7.2)	77.0	41.5			
稅後純益	(68.3)	(14.0)	79.8	51.7	(52.8)	(29.1)	141.1	51.0			
年成長率 (%)											
營業收入	2.5	7.4	0.9	(5.4)	6.5	(0.4)	10.8	12.8	0.4	8.1	3.8
營業毛利	(8.4)	1.3	3.2	(9.2)	19.3	13.5	16.4	11.8	(4.1)	14.7	13.6
營業收益	(34.7)	(1.8)	6.8	(15.2)	56.3	47.8	34.2	20.9	(12.1)	32.9	18.2
EBITDA	(17.1)	(6.2)	11.1	(17.5)	24.6	19.9	23.5	20.0	(9.2)	21.7	13.6
稅前純益	2.0	(7.6)	22.5	(20.0)	0.9	0.0	20.2	19.0	(5.3)	12.5	16.0
稅後純益	(17.7)	(2.5)	23.3	(25.7)	10.7	(8.8)	22.3	21.7	(11.6)	15.4	20.1

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
資產總額	3,407,217	3,381,355	3,466,531	3,635,991	3,765,220
流動資產	2,746,136	2,706,483	2,789,852	2,952,345	3,072,760
現金及短期投資	654,860	873,990	947,046	962,173	1,011,748
存貨	560,955	625,026	629,315	677,905	699,045
應收帳款及票據	1,229,237	1,057,175	1,061,248	1,147,631	1,191,096
其他流動資產	301,084	150,292	152,243	164,636	170,871
非流動資產	661,080	674,873	676,679	683,646	692,459
長期投資	281,764	320,603	320,603	320,603	320,603
固定資產	278,204	277,860	274,666	276,633	280,446
什項資產	101,112	76,409	81,409	86,409	91,410
負債總額	2,235,424	2,048,922	2,086,315	2,187,300	2,231,359
流動負債	2,025,502	1,809,862	1,847,169	1,946,328	1,989,469
應付帳款及票據	1,216,485	948,023	954,529	1,028,230	1,060,294
短期借款	474,618	562,916	562,916	562,916	562,916
什項負債	334,399	298,922	329,724	355,183	366,259
長期負債	209,922	239,060	239,146	240,972	241,890
長期借款	190,147	216,719	216,719	216,719	216,719
其他負債及準備	19,775	22,341	22,427	24,253	25,171
股東權益總額	1,171,792	1,332,434	1,380,217	1,448,691	1,533,861
普通股	173,287	138,630	138,615	138,615	138,615
保留盈餘	717,886	779,410	794,421	862,895	948,065
少數股東權益	87,572	120,555	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
年成長率					
營業收入	8.0%	12.5%	0.4%	8.1%	3.8%
營業收益增長	(35.7%)	20.9%	(12.1%)	32.9%	18.2%
EBITDA	173.2%	13.0%	(9.2%)	21.7%	13.6%
稅後純益	(6.7%)	(7.0%)	(11.6%)	15.4%	20.1%
每股盈餘成長率	(6.8%)	0.3%	2.5%	15.4%	20.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	6.4%	6.3%	6.0%	6.4%	7.0%
營業利益率	2.4%	2.6%	2.3%	2.8%	3.2%
EBITDA Margin	3.7%	3.7%	3.3%	3.8%	4.1%
稅後純益率	2.9%	2.4%	2.1%	2.3%	2.6%
平均資產報酬率	4.6%	3.8%	3.3%	3.7%	4.3%
股東權益報酬率	12.8%	11.2%	8.8%	9.3%	10.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	56.7%	58.5%	56.5%	53.8%	50.8%
淨負債比率	1.9%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	5.7	4.1	3.6	3.8	4.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	(1.0)	(0.7)	2.7	1.8	2.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.1)	(0.1)	0.3	0.2	0.3
流動比率 (x)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
速動比率 (x)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	22,269	(9,027)	(83,450)	(98,577)	(148,152)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.01	8.03	8.23	9.49	11.40
每股現金盈餘 (NT\$)	(2.27)	(2.50)	12.26	8.34	12.79
每股淨值 (NT\$)	62.57	87.42	99.56	104.50	110.64
調整後每股淨值 (NT\$)	62.57	75.40	99.57	104.51	110.66
每股營收 (NT\$)	271.64	329.35	383.38	414.58	430.29
EBITDA/Share (NT\$)	10.02	12.20	12.84	15.63	17.76
每股現金股利 (NT\$)	2.00	4.00	4.55	5.26	6.31
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.57	1.56	1.55	1.62	1.61
應收帳款周轉天數	95.3	72.9	72.9	73.1	72.9
存貨周轉天數	46.5	46.0	46.0	46.1	46.0
應付帳款周轉天數	100.8	69.7	69.7	69.9	69.7
現金轉換週轉天數	41.0	49.1	49.1	49.3	49.1

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營業收入	4,706,736	5,293,803	5,314,201	5,746,763	5,964,414
營業成本	(4,403,729)	(4,961,773)	(4,995,821)	(5,381,558)	(5,549,378)
營業毛利	303,007	332,030	318,380	365,205	415,037
營業費用	(190,437)	(195,883)	(198,722)	(206,170)	(226,991)
營業利益	112,570	136,147	119,658	159,035	188,046
總營業外收入	149,093	104,516	120,057	105,610	105,610
利息收入	46,306	60,401	76,440	80,867	80,867
投資利益淨額	12,019	19,776	11,982	2,400	2,400
其他營業外收入	90,768	24,339	31,635	22,342	22,342
總營業外費用	(78,791)	(70,411)	(78,537)	(83,310)	(83,310)
利息費用	(38,994)	(55,545)	(63,116)	(64,968)	(64,968)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(39,796)	(14,866)	(15,421)	(18,342)	(18,342)
稅前純益	182,873	170,251	161,178	181,335	210,345
所得稅費用 [利益]	(47,498)	(40,416)	(34,069)	(37,422)	(43,644)
少數股東損益	3,360	(770)	(13,053)	(12,238)	(8,689)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	138,734	129,065	114,056	131,605	158,012
EBITDA	173,571	196,073	178,009	216,715	246,138
每股盈餘 (NT\$)	8.01	8.03	8.23	9.49	11.40

現金流量

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營運活動之現金流量	(39,341)	(40,156)	169,965	115,620	177,330
本期純益	138,734	129,065	114,056	131,605	158,012
折舊及攤提	61,000	59,926	58,351	57,680	58,093
本期運用資金變動	(166,626)	(160,470)	(1,857)	(61,273)	(32,540)
其他營業資產及負債變動	(72,450)	(68,677)	(584)	(12,392)	(6,234)
投資活動之現金流量	(64,991)	71,431	(60,157)	(64,647)	(66,907)
投資用短期投資出售 [新購]	(6,602)	(9,013)	-	-	-
本期長期投資變動	(30,792)	(3,938)	-	-	-
資本支出淨額	(60,385)	(65,533)	(65,785)	(71,140)	(73,834)
其他資產變動	32,788	149,915	5,628	6,494	6,928
自由現金流	(83,942)	(63,965)	85,074	51,421	100,746
融資活動之現金流量	146,240	118,970	(40,565)	(35,846)	(60,849)
長期借款變動	242,332	121,803	-	-	-
短期借款變動	2,623	8,759	-	-	-
現金增資	-	(34,654)	(15)	-	-
已支付普通股股息	(77,979)	(34,657)	(71,438)	(63,131)	(72,844)
其他融資現金流	(20,736)	57,719	30,888	27,284	11,996
匯率影響數	(32,567)	(4,079)	5,180	-	-
本期產生現金流量	9,341	146,166	74,423	15,127	49,575
備用公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
1 - 營業成本/營業收入	6.4%	6.3%	6.0%	6.4%	7.0%
- 銷管費用/營業收入	4.0%	3.7%	3.7%	3.6%	3.8%
= 營業利益率	2.4%	2.6%	2.3%	2.8%	3.2%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	5.1	5.6	5.8	5.9	5.9
營業利率率	2.4%	2.6%	2.3%	2.8%	3.2%
x 資本周轉率	5.1	5.6	5.8	5.9	5.9
x (1 - 有效現金稅率)	74.0%	76.3%	78.9%	79.3%	79.3%
= 稅後 ROIC	9.1%	11.0%	10.3%	13.0%	14.8%

資料來源：公司資料，凱基

鴻海 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-11-04	增加持股	112.0	89.0

資料來源：TEJ，凱基

敬鵬

(2355.TW/2355 TT)

持有 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	30.85
12個月目標價 (NT\$)	30.00
前次目標價 (NT\$)	35.00
調降 (%)	14.3
下跌空間 (%)	2.8

焦點內容

敬鵬公布 3Q19 財報結果，每股盈餘 0.80 元，低於我們預估 0.95 元。4Q19 目前仍保守看待，且車市復甦力道未明朗下，考量獲利下調，我們維持「持有」評等、調降目標價至 30 元。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	12.26 / 402.7
流通在外股數 (百萬股)：	397.5
外資持有股數 (百萬股)：	122.3
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.73
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	29.90 -43.60

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	0.7	-16.9	-14.9
相對表現 (%)	-10	-25.5	-32.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	0.42A	(1.63)A	1.21A	0.41A
2019	0.11A	0.30A	0.80F	0.42F
2020	0.33F	0.56F	0.69F	0.91F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

林祐熙
886.2.2181.8725
jacklin.lin@kgi.com

黃瑞安
886.2.2181.8743
juian.huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

車市低迷能見度有限

重要訊息

敬鵬公布 3Q19 財報結果，營收 43.3 億，季減 4%、年減 13%，低於凱基預估 47.7 億及市場共識 46.2 億。而每股盈餘 0.80 元，亦低於我們預估 0.95 元。

評論及分析

3Q19 稼動率未提升。由於產能利用率停滯於 80%，使泰國廠 Draco 虧損季增與常熟廠獲利較上季減少(圖 1)，雖匯率與銅價為正向因素，毛利率僅微升 0.6 個百分點至 8.7%，低於我們預估 9.3%；而營業率季增 0.7 個百分點至 2.5%，雖有保險理賠於業外挹注 3.5 億元，淨利 3.2 億仍低於預期。

4Q19 保守看待。公司已公布 10 月營收月增 7% 達 15.4 億元、年減 1%，以訂單能見度而言 11 月微增，但 12 月將再下滑，因此我們下調 4Q19 營收 8% 至 45.3 億，季增 5%，獲利下調 8% 至每股盈餘 0.42 元。

車市復甦力道未明朗。我們下調 2019 年全球汽車預估，出貨量年減 5% (先前為年減 4%，中國年減 10%、美國年減 0-1% 維持沒變)，同業 TTM 3Q19 車用 PCB 扣除 EMS 後僅季持平(原季增 5%)，不如預期，同時預期 4Q19 將呈現季減，顯見車市狀況拉貨力道仍疲弱，因此我們下調 2019-20 年獲利 11%、13%，達每股盈餘 1.62 元 (若扣除保險收入為 1.0 元)、2.49 元。

投資建議

考量獲利下調，我們維持「持有」評等，調降目標價至 30 元，根據 2020 平均每股盈餘預估的 12 倍本益比。

投資風險

同業競爭，人工成本上漲，原物料與匯率波動。

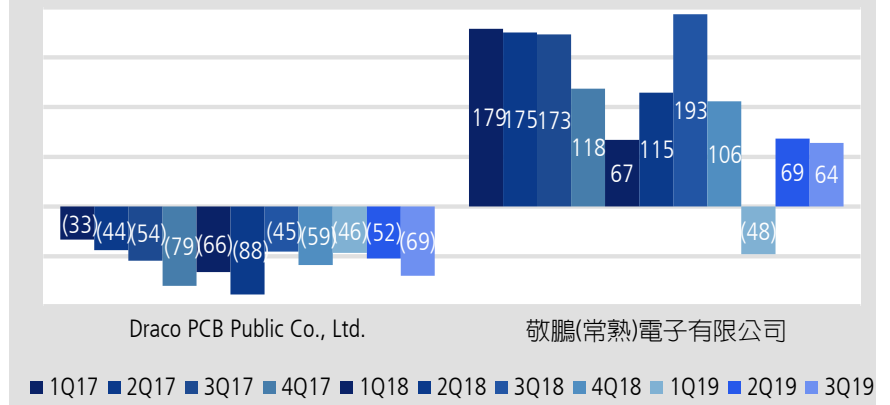
主要財務數據及估值

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入 (NT\$百萬)	23,940	23,646	20,174	18,021	19,381
營業毛利 (NT\$百萬)	4,384	3,291	2,076	1,489	2,202
營業利益 (NT\$百萬)	3,019	2,035	895	343	1,065
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,489	1,501	163	643	991
每股盈餘 (NT\$)	6.26	3.78	0.41	1.62	2.49
每股現金股利 (NT\$)	3.20	2.25	0.50	0.97	1.50
每股盈餘成長率 (%)	25.9	(39.7)	(89.1)	293.9	54.0
本益比 (x)	4.9	8.2	75.1	19.1	12.4
股價淨值比 (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	2.3	3.1	5.0	5.8	3.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	10.4	7.3	1.6	3.1	4.8
股東權益報酬率 (%)	15.8	9.3	1.0	4.1	6.3

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 泰國廠 Draco 虧損擴大，常熟廠獲利季減 7%

子公司收益，百萬元



資料來源：公司資料；凱基整理

圖 2: 3Q19 財報結果及 4Q19 財測修正

百萬元	實際數	3Q19				4Q19F				
		凱基預估	差異(%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	市場共識	差異(%)
營收	4,326	4,714	(8.2)	4,624	(6.4)	4,530	4,926	(8.0)	4,757	(4.8)
毛利	377	437	(13.8)	442	(14.8)	412	463	(10.9)	465	(11.4)
營業利益	107	149	(28.5)	173	(38.4)	137	168	(18.1)	173	(20.5)
稅後淨利	316	378	(16.4)	174	81.3	166	180	(7.7)	248	(32.9)
每股盈餘(元)	0.80	0.95	(16.4)	0.44	81.6	0.42	0.45	(7.7)	0.62	(32.9)
毛利率(%)	8.7	9.3	(0.6)ppts	9.6	(0.9)ppts	9.1	9.4	(0.3)ppts	9.8	(0.7)ppts
營業利益率(%)	2.5	3.2	(0.7)ppts	3.7	(1.3)ppts	3.0	3.4	(0.4)ppts	3.6	(0.6)ppts
淨利率(%)	7.3	8.0	(0.7)ppts	3.8	3.5 ppts	3.7	3.7	0.0 ppts	5.2	(1.5)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 3: 2019 與 2020 財測修正

百萬元	2019F					2020F				
	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	18,021	18,805	(4.2)	18,814	(4.2)	19,381	21,175	(8.5)	20,366	(4.8)
毛利	1,489	1,600	(6.9)	1,700	(12.4)	2,202	2,517	(12.5)	2,284	(3.6)
營業利益	343	415	(17.5)	504	(32.0)	1,065	1,257	(15.3)	1,039	2.5
稅後淨利	643	719	(10.6)	631	1.9	991	1,132	(12.5)	937	5.7
每股盈餘(元)	1.62	1.81	(10.6)	1.47	10.1	2.49	2.85	(12.5)	2.20	13.5
毛利率(%)	8.3	8.5	(0.2)ppts	9.0	(0.8)ppts	11.4	11.9	(0.5)ppts	11.2	0.1 ppts
營利率(%)	1.9	2.2	(0.3)ppts	2.7	(0.8)ppts	5.5	5.9	(0.4)ppts	5.1	0.4 ppts
淨利率(%)	3.6	3.8	(0.3)ppts	3.4	0.2 ppts	5.1	5.3	(0.2)ppts	4.6	0.5 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 4: 同業比較 - 投資評價

公司	代號	市值 美金百萬元	股價 當地貨幣	EPS			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息殖利率 (%)		
				2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F
敬鵬	2355 TT	402	30.85	0.41	1.62	2.49	75.1	19.1	12.4	0.8	0.8	0.8	1.0	4.1	6.3	1.6	3.1	4.8
Meiko	6787 JP	451	1,831.00	160.34	294.90	189.20	11.4	6.2	9.7	1.7	1.2	1.3	16.4	20.5	13.2	1.9	1.6	1.8
CMK	6958 JP	398	688.00	61.5	49.4	22.3	11.2	13.9	30.9	0.9	0.7	0.8	7.2	5.4	2.6	1.6	1.5	1.6
耀華	2367 TT	702	34.60	1.06	3.17	3.45	32.6	10.9	10.0	0.9	1.9	1.7	6.8	18.3	16.3	1.2	4.6	N.A.
健鼎科技	3044 TT	2,317	134.50	9.40	10.77	11.59	14.3	12.5	11.6	1.3	2.0	1.9	15.6	16.7	16.8	4.4	4.8	5.4
先豐通訊	5349 TT	189	25.70	0.77	0.23	1.12	33.4	111.7	23.0	2.0	1.7	1.6	5.1	1.7	7.0	N.A.	N.A.	1.0
TTM	TTMI US	1,352	12.82	1.68	1.00	1.25	7.6	12.9	10.3	0.8	1.1	1.0	15.5	8.5	10.0	N.A.	N.A.	N.A.

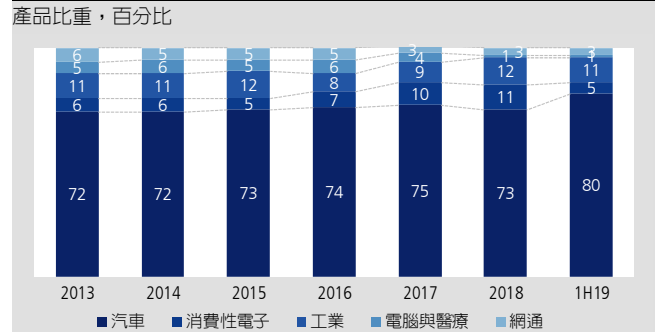
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5: 公司概況

敬鵬工業成立於 1979 年 9 月，主要以汽車板為其利基商品，2014 年躍為全球第一大的汽車板製造商。敬鵬生產基地包含桃園廠、平鎮廠、大陸常熟廠與泰國廠，目前單月最大產值為 19-20 億元。目前台灣產能約占總產能 57%，中國地區占 33%，泰國地區占 10%，汽車板主要在台灣生產。2018 年產品比重依應用別區分可分為汽車 73%、消費性電子 11%、工業 11%、電腦與醫療 2% 與網通 3%。

資料來源：凱基

圖 6: 產品比重



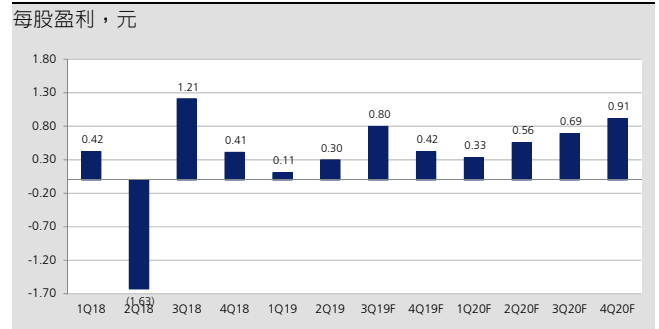
資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入



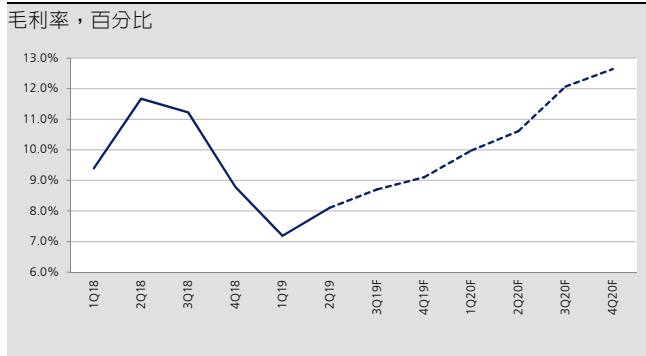
資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利



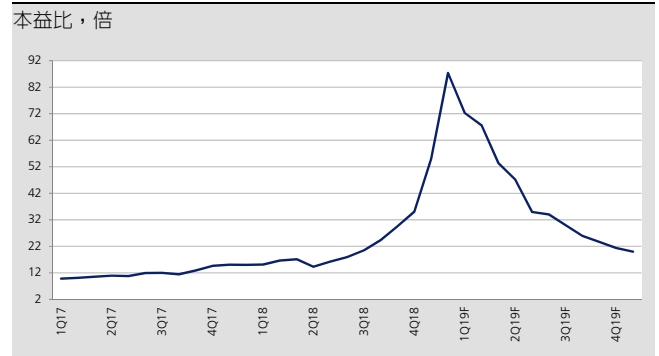
資料來源：凱基

圖 9: 毛利率



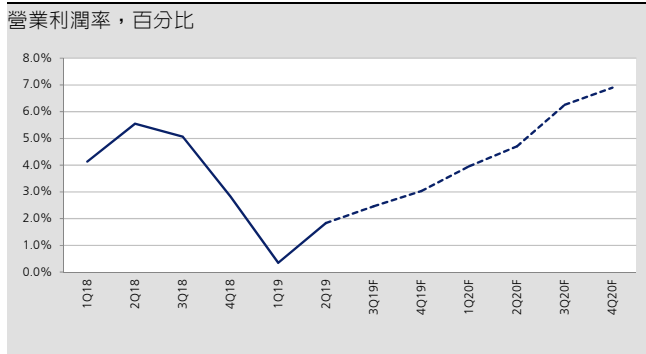
資料來源：凱基

圖 10: 本益比



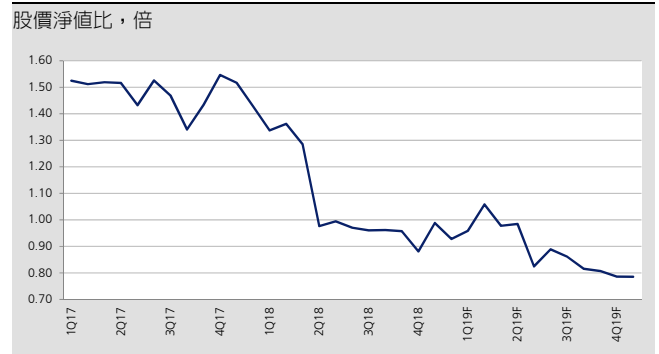
資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	4,664	4,501	4,326	4,530	4,621	4,760	4,902	5,098	20,174	18,021	19,381
營業成本	(4,329)	(4,136)	(3,950)	(4,118)	(4,160)	(4,255)	(4,311)	(4,454)	(18,098)	(16,532)	(17,179)
營業毛利	335	365	377	412	461	505	592	645	2,076	1,489	2,202
營業費用	(319)	(282)	(270)	(275)	(278)	(281)	(285)	(293)	(1,181)	(1,146)	(1,137)
營業利益	16	83	107	137	183	224	307	352	895	343	1,065
折舊	(261)	(262)	(275)	(303)	(275)	(275)	(275)	(275)	(1,071)	(1,101)	(1,101)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	277	344	382	441	458	499	582	627	1,966	1,444	2,167
利息收入	20	24	24	24	24	24	24	24	92	92	96
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-
其他營業外收入	68	87	385	83	93	93	93	93	391	623	372
總營業外收入	88	111	409	107	117	117	117	117	484	715	468
利息費用	(19)	(17)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)	(59)	(64)	(56)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(20)	5	(43)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(945)	(71)	(48)
總營業外費用	(39)	(12)	(57)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)	(1,004)	(135)	(104)
稅前純益	65	182	459	218	274	315	398	443	375	923	1,429
所得稅費用[利益]	(22)	(64)	(143)	(52)	(142)	(94)	(123)	(80)	(213)	(281)	(439)
少數股東損益	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
非常項目稅後純益	43	118	316	166	132	221	275	363	163	643	991
非常項目	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	0	-
稅後淨利	43	118	316	166	132	221	275	363	163	643	991
每股盈餘 (NT\$)	0.11	0.30	0.80	0.42	0.33	0.56	0.69	0.91	0.41	1.62	2.49
獲利率 (%)											
營業毛利率	7.2	8.1	8.7	9.1	10.0	10.6	12.1	12.6	10.3	8.3	11.4
營業利益率	0.3	1.8	2.5	3.0	4.0	4.7	6.3	6.9	4.4	1.9	5.5
EBITDA Margin	5.9	7.6	8.8	9.7	9.9	10.5	11.9	12.3	9.7	8.0	11.2
稅前純益率	1.4	4.0	10.6	4.8	5.9	6.6	8.1	8.7	1.9	5.1	7.4
稅後純益率	0.9	2.6	7.3	3.7	2.9	4.6	5.6	7.1	0.8	3.6	5.1
季成長率 (%)											
營業收入	5.6	(3.5)	(3.9)	4.7	2.0	3.0	3.0	4.0			
營業毛利	(13.6)	8.8	3.2	9.5	11.8	9.6	17.2	8.9			
營業收益增長	(87.1)	414.6	28.9	29.0	33.1	22.5	37.0	14.6			
EBITDA	(25.5)	24.1	10.9	15.4	4.0	9.0	16.6	7.7			
稅前純益	(46.1)	180.9	152.5	(52.4)	25.4	15.0	26.3	11.3			
稅後純益	(73.7)	177.1	167.5	(47.5)	(20.3)	66.7	24.5	32.2			
年成長率 (%)											
營業收入	(18.0)	(11.8)	(12.9)	2.6	(0.9)	5.8	13.3	12.5	(14.7)	(10.7)	7.5
營業毛利	(37.3)	(38.8)	(32.4)	6.3	37.5	38.5	57.2	56.3	(36.9)	(28.3)	47.9
營業收益	(93.2)	(70.8)	(57.7)	10.0	1039.4	171.1	188.0	155.9	(56.0)	(61.7)	211.0
EBITDA	(47.6)	(38.7)	(24.3)	18.4	65.3	45.1	52.4	42.3	(37.9)	(26.6)	50.0
稅前純益	(80.5)	(19.6)	82.1	323.6	73.4	(13.3)	102.7	(83.3)	146.1	54.8	54.8
稅後純益	(74.5)	(34.0)	2.2	210.3	86.6	(13.2)	118.5	(89.1)	293.9	54.0	54.0

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
資產總額	25,385	25,229	23,156	23,607	24,231
流動資產	15,261	15,226	14,307	14,964	15,784
現金及短期投資	5,929	5,899	5,124	6,488	6,950
存貨	3,925	4,080	3,649	3,333	3,454
應收帳款及票據	4,958	4,491	3,666	3,275	3,512
其他流動資產	450	756	1,868	1,868	1,868
非流動資產	10,124	10,004	8,849	8,644	8,447
長期投資	12	13	-	-	-
固定資產	8,372	7,766	7,118	6,912	6,716
什項資產	1,740	2,225	1,731	1,731	1,731
負債總額	9,177	9,043	7,694	7,961	8,448
流動負債	8,319	8,373	7,047	7,197	7,765
應付帳款及票據	3,648	3,695	3,193	2,917	3,023
短期借款	1,682	1,833	1,564	1,406	1,445
什項負債	2,989	2,845	2,290	2,874	3,297
長期負債	858	671	647	763	683
長期借款	186	149	-	116	36
其他負債及準備	672	522	647	647	647
股東權益總額	16,208	16,186	15,461	15,647	15,784
普通股本	3,975	3,975	3,975	3,975	3,975
保留盈餘	8,600	8,588	7,598	7,458	7,243
少數股東權益	72	14	13	13	12
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
年成長率					
營業收入	5.7%	(1.2%)	(14.7%)	(10.7%)	7.5%
營業收益增長	46.3%	(32.6%)	(56.0%)	(61.7%)	211.0%
EBITDA	39.7%	(22.9%)	(37.9%)	(26.6%)	50.0%
稅後純益	25.9%	(39.7%)	(89.1%)	293.9%	54.0%
每股盈餘成長率	25.9%	(39.7%)	(89.1%)	293.9%	54.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	18.3%	13.9%	10.3%	8.3%	11.4%
營業利益率	12.6%	8.6%	4.4%	1.9%	5.5%
EBITDA Margin	17.2%	13.4%	9.7%	8.0%	11.2%
稅後純益率	10.4%	6.3%	0.8%	3.6%	5.1%
平均資產報酬率	10.0%	5.9%	0.7%	2.8%	4.1%
股東權益報酬率	15.8%	9.3%	1.0%	4.1%	6.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	11.5%	12.2%	10.1%	9.7%	9.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	89.7	47.2	7.4	15.4	26.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.5	0.2	0.4	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	96.6	53.0	31.4	34.0	32.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.1	1.4	1.1	1.5	1.2
流動比率 (x)	1.8	1.8	2.0	2.1	2.0
速動比率 (x)	1.4	1.3	1.5	1.6	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(2,959)	(2,401)	(2,514)	(3,919)	(4,423)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	6.26	3.78	0.41	1.62	2.49
每股現金盈餘 (NT\$)	9.10	6.47	4.63	5.47	4.63
每股淨值 (NT\$)	40.59	40.68	38.86	39.33	39.68
調整後每股淨值 (NT\$)	40.59	40.68	38.86	39.33	39.68
每股營收 (NT\$)	60.23	59.49	50.75	45.34	48.76
EBITDA/Share (NT\$)	10.34	7.97	4.95	3.63	5.45
每股現金股利 (NT\$)	3.20	2.25	0.50	0.97	1.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.96	0.93	0.83	0.77	0.81
應收帳款周轉天數	75.8	69.3	66.3	66.3	66.3
存貨周轉天數	73.5	73.2	73.6	73.6	73.6
應付帳款周轉天數	68.3	66.3	64.4	64.4	64.4
現金轉換周轉天數	81.0	76.2	75.5	75.5	75.5

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入	23,940	23,646	20,174	18,021	19,381
營業成本	(19,556)	(20,355)	(18,098)	(16,532)	(17,179)
營業毛利	4,384	3,291	2,076	1,489	2,202
營業費用	(1,365)	(1,255)	(1,181)	(1,146)	(1,137)
營業利益	3,019	2,035	895	343	1,065
總營業外收入	439	443	484	715	468
利息收入	99	91	92	92	96
投資利益淨額	1	1	1	-	-
其他營業外收入	340	351	391	623	372
總營業外費用	(137)	(237)	(1,004)	(135)	(104)
利息費用	(37)	(49)	(59)	(64)	(56)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(100)	(189)	(945)	(71)	(48)
稅前純益	3,321	2,241	375	923	1,429
所得稅費用[利益]	(865)	(745)	(213)	(281)	(439)
少數股東損益	33	5	1	1	1
非常項目	-	(0)	(0)	0	-
稅後淨利	2,489	1,501	163	643	991
EBITDA	4,112	3,168	1,966	1,444	2,167
每股盈餘 (NT\$)	6.26	3.78	0.41	1.62	2.49

現金流量

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營運活動之現金流量	3,617	2,572	1,841	2,175	1,840
本期純益	2,489	1,501	163	643	991
折舊及攤提	1,093	1,133	1,071	1,101	1,101
本期運用資金變動	(450)	358	754	431	(253)
其他營業資產及負債變動	485	(420)	(148)	(0)	-
投資活動之現金流量	(677)	(1,642)	(875)	(896)	(905)
投資用短期投資出售[新購]	9	(375)	510	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(725)	(1,007)	(1,612)	(896)	(905)
其他資產變動	38	(259)	228	-	-
自由現金流	2,151	1,843	601	874	682
融資活動之現金流量	(1,746)	(1,204)	(1,290)	84	(473)
短期借款變動	(194)	150	(384)	-	-
長期借款變動	(44)	(41)	(42)	(42)	(42)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,033)	(1,272)	(894)	(199)	(783)
其他融資現金流	(475)	(42)	31	325	352
匯率影響數	(276)	(171)	19		
本期產生現金流量	918	(445)	(304)	1,364	462
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
1 - 營業成本/營業收入	18.3%	13.9%	10.3%	8.3%	11.4%
- 銷管費用/營業收入	5.7%	5.3%	5.9%	6.4%	5.9%
= 營業利益率	12.6%	8.6%	4.4%	1.9%	5.5%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
+ 什項資產/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	1.9	1.9	1.6	1.6	1.8
營業利益率	12.6%	8.6%	4.4%	1.9%	5.5%
x 資本周轉率	1.9	1.9	1.6	1.6	1.8
x (1 - 有效現金稅率)	74.0%	66.8%	43.3%	69.6%	69.3%
= 稅後 ROIC	17.4%	10.6%	3.1%	2.1%	6.7%

資料來源：公司資料，凱基

敬鵬 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-08-14	持有	35.00	30.70
2019-05-14	增加持股	41.00	35.80
2019-03-21	增加持股	45.00	41.45
2019-02-11	增加持股	45.00	37.30
2018-11-14	持有	36.00	35.50
2018-08-13	持有	44.00	35.90
2018-05-12	持有	42.00	40.70
2018-03-29	持有	50.00	52.20
2018-03-07	持有	53.00	56.00
2017-11-13	持有	60.00	61.00

資料來源：TEJ，凱基

持有·維持

收盤價 November 12 (NT\$)	213.5
12個月目標價 (NT\$)	242.0
前次目標價 (NT\$)	222.0
調升 (%)	9.0
上漲空間 (%)	13.3

焦點內容

3Q19 每股盈餘 7.58 元，優於市場與我們預估，係因獲利率改善幅度擴大。然而，由於中國市場需求保守，預估 4Q19 營收季減，不如我們預期。在業務重組後，2020 年每股盈餘改善可期，但行動業務仍為隱憂。我們認為華碩持續改善中，但行動業務仍為拖累因素。我們將華碩目標價從 222 元調升至 242 元(2020 年平均每股盈餘預估 13 倍)，重申「持有」評等。

交易資料表

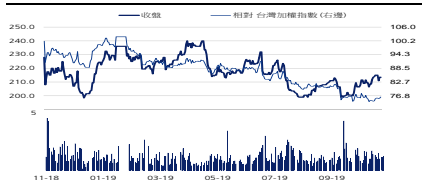
市值：(NT\$bn/US\$m)	158.6 / 5,208
流通在外股數 (百萬股)：	743
外資持有股數 (百萬股)：	470.2
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.91
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	198.5 -240.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	5.7	-2.1	-6.4
相對表現 (%)	-5	-10.7	-23.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	3.20A	1.79A	4.50A	(3.80)A
2019	2.94A	2.26A	7.58F	5.15F
2020	3.09F	2.96F	8.05F	6.08F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

向子慧
886 2 2181 8726
angelah@kgi.com

謝宜君
886.2.2181.8735
jennifer.hsieh@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

華碩

(2357.TW/2357 TT)

3Q19 每股盈餘優於預期；4Q19 公司自估保守

重要訊息

3Q19 每股盈餘 7.58 元，優於市場與我們預估，係因獲利率改善幅度擴大。然而，由於中國市場需求保守，預估 4Q19 營收季減，不如我們預期。在業務重組後，2020 年每股盈餘改善可期，但行動業務仍為隱憂。

評論及分析

3Q19 利潤率與每股盈餘優於我們與市場預估。華碩公布 3Q19 每股盈餘 7.58 元，高於我們預估的 5.71 元、市場預估的 5.8 元，係因品牌毛利率與營業利益率分別自 2Q19 的 13.8% 與 14%、3Q18 的 11.7% 與 2.4% 擴大為 15.3% 與 4.9%。利潤率改善主因推出新產品使產品組合改善、營收成長、零組件存貨打消回沖(佔毛利率改善的 0.5 個百分點左右)。品牌營收 885 億元亦超過我們預估，係因零組件營收(顯示卡與主機板)季增 50% 以上高於我們預期及公司自估的季增 15%，PC 營收則季增 20%，符合預估。儘管 3Q19 匯兌損失達 1.41 億元，每股盈餘仍高於我們預期。今年前三季每股盈餘 12.79 元，年增 35%。

預期 4Q19 營收季減，中國為主要拖累因素。公司自估 4Q19 的 PC 出貨量季減 0-5%、零組件(顯示卡與主機板)出貨量季減 5%，係考量貿易戰仍會對需求帶來不確定性，尤其是中國市場。公司將積極降低中國存貨，故整體出貨量保守，加上 CPU 供給吃緊，我們預估 4Q19 營收季減 4%。雖然公司將持續優化產品線，但我們預期品牌毛利率與營業利益率將略季減，因為不再有 3Q19 零組件存貨打消回沖的效益。儘管如此，獲利率仍將優於我們原先預期，因此我們將 4Q19 與 2019 年每股盈餘預估分別上修至 5.15 元與 17.94 元。

輕薄型與電競筆電為焦點；電競智慧手機仍為隱憂。華碩表示將持續鎖定輕薄型與電競筆電(佔今年前三季筆電營收 58%，而 2018 年為 42%) 並不斷創新，以推升 2020 年毛利率；電競筆電方面(總營收佔比 15%)，1Q-3Q19 出貨年增 17%，優於產業 9% 的平均值，且數個東南亞國家市佔率擴大，公司自估 2020 年出貨量年增率達 15-20%。公司亦將擴張商用 PC 營收，但要到 2H20 才會有貢獻，惟公司以較積極的訂價擴大電競行動滲透率，我們擔憂 2020 年虧損增加將抵銷利潤率優化。綜上，我們認為毛利率 2020 年應持續緩慢改善，加上 Askey(未上市)預期轉虧為盈，預估 2020 年每股盈餘 20.18 元。

投資建議

我們認為華碩持續改善中，但行動業務仍為拖累因素。我們將華碩目標價從 222 元調升至 242 元(2020 年平均每股盈餘預估 13 倍)，重申「持有」評等。

投資風險

筆電需求疲弱；CPU 缺貨與零組件價漲；匯率波動。

主要財務數據及估值

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入 (NT\$百萬)	466,803	433,967	354,188	344,230	350,032
營業毛利 (NT\$百萬)	66,227	59,404	52,014	54,353	55,361
營業利益 (NT\$百萬)	18,752	12,735	16,976	14,301	15,110
稅後淨利 (NT\$百萬)	19,203	15,545	4,235	13,329	14,986
每股盈餘 (NT\$)	25.85	20.93	5.70	17.94	20.18
每股現金股利 (NT\$)	17.00	15.00	15.00	16.67	18.04
每股盈餘成長率 (%)	12.3	(19.0)	(72.8)	214.7	12.4
本益比 (x)	8.3	10.2	37.4	11.9	10.6
股價淨值比 (x)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	1.1	3.0	2.9	1.9	1.0
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	8.0	7.0	7.0	7.8	8.4
股東權益報酬率 (%)	11.0	8.7	2.5	7.9	8.2

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q19 品牌營收季增 24% 但年減 6%；表現較預期強

品牌營收 (十億元)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	4Q19 自估	2016	2017	2018	2019F	2020F
PC	60.9	54.5	65.6	65.5	54.9	48.3	58.1	59.0	53.0	49.9	59.6	61.4	季減 0-5%	278.5	246.5	220.4	223.9	228.4
行動裝置	19.6	15.4	16.7	15.6	9.9	12.1	15.0	9.7	7.8	5.8	4.5	3.6		77.3	67.3	37.4	21.8	20.7
零組件	14.7	14.7	19.8	19.7	22.5	16.9	16.9	16.7	20.4	13.5	22.6	21.4	季減 5%	60.0	69.0	73.0	78.0	85.0
其他	2.9	2.4	2.1	3.1	2.7	3.2	3.8	2.6	2.3	2.0	1.8	1.9		12.9	10.6	12.3	7.9	7.7
總計	98.2	86.5	104.2	103.9	90.1	80.5	93.8	88.1	83.5	71.3	88.5	92.9		428.7	392.9	352.5	336.1	341.8
產品組合 (%)																		
PC	62.0	63.0	63.0	63.0	61.0	60.0	62.0	67.0	63.4	70.0	67.4	66.1		65.0	62.8	62.5	66.6	66.8
移動裝置	20.0	17.8	16.0	15.0	11.0	15.0	16.0	11.0	9.4	8.2	5.1	3.9		18.0	17.1	10.6	6.5	6.1
零組件	15.0	17.0	19.0	19.0	25.0	21.0	18.0	19.0	24.5	19.0	25.5	23.1		14.0	17.6	20.7	23.2	24.9
其他	3.0	2.8	2.0	3.0	3.0	4.0	4.0	3.0	2.7	2.8	2.0	2.0		3.0	2.7	3.5	2.3	2.3
總計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	95.1		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
品牌營收季增 (%)																		
PC	(17.6)	(10.5)	20.4	(0.2)	(16.1)	(12.0)	20.3	1.5	(10.3)	(5.8)	19.5	3.0						
行動裝置	(16.2)	(21.6)	8.2	(6.5)	(50.9)	21.9	24.2	(35.4)	(19.2)	(25.5)	(22.7)	(20.0)						
零組件	(10.2)	(0.1)	34.6	(0.2)	14.0	(24.9)	(0.2)	(0.8)	22.1	(33.7)	66.5	(5.0)						
其他	(16.2)	(17.7)	(14.0)	49.6	58.8	19.2	16.4	(29.5)	(14.1)	(11.9)	(11.5)	5.0						
總計	(16.2)	(11.9)	20.4	(0.2)	(13.4)	(10.6)	16.4	(6.0)	(5.2)	(14.6)	24.1	5.0						
品牌營收年增 (%)																		
PC	(16.2)	(10.7)	(7.5)	(11.3)	(9.8)	(11.4)	(11.4)	(9.9)	(3.6)	3.3	2.6	4.0		(11.5)	(10.6)	1.6	2.0	
行動裝置	5.0	(8.9)	(8.8)	(33.5)	(61.0)	(21.6)	(10.0)	(37.8)	(20.9)	(51.7)	(69.9)	(62.8)		(13.0)	(44.4)	(41.7)	(5.0)	
零組件	(4.4)	11.9	31.5	20.3	52.8	14.9	(14.7)	(15.2)	(9.3)	(19.9)	33.7	28.0		14.9	5.9	6.7	9.0	
其他	(10.8)	(14.0)	(35.4)	(11.3)	68.1	32.9	80.0	(15.2)	(16.0)	(37.9)	(52.8)	(29.7)		(17.8)	16.5	(35.9)	(2.0)	
總計	(10.8)	(7.9)	(3.1)	(11.3)	(8.3)	(7.0)	(10.0)	(15.2)	(7.3)	(11.5)	(5.7)	5.4		(8.4)	(10.3)	(4.6)	1.7	

資料來源：凱基

圖 2：3Q19 財報結果暨 4Q19 財測修正與市場共識比較 (合併基礎)

百萬元	3Q19A							4Q19F						
	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	93,946	86,032	9.2	26.7	(8.5)	85,515	9.9	90,189	94,636	(4.7)	(4.0)	45.3	89,975	0.2
毛利	16,412	12,475	31.6	41.5	23.6	12,203	34.5	15,332	14,006	9.5	(6.6)	25.3	13,062	17.4
營業利益	5,795	2,151	169.4	214.7	175.1	2,675	116.7	4,960	2,839	74.7	(14.4)	(39.5)	3,027	63.9
稅前淨利	8,420	5,444	54.7	181.1	79.0	5,932	41.9	5,142	4,144	24.1	(38.9)	(50.8)	3,923	31.1
稅後淨利	5,633	4,240	32.9	235.3	68.5	4,309	30.7	3,829	3,546	8.0	(32.0)	-	2,794	37.0
每股盈餘 (元)	7.58	5.71	32.9	235.3	68.5	5.80	30.7	5.15	4.77	8.0	(32.0)	-	3.76	37.0
毛利率 (%)	17.5	14.5	3.0 ppts	1.8 ppts	4.5 ppts	14.3	3.2 ppts	17.0	14.8	2.2 ppts	(0.5)ppts	(2.7)ppts	14.5	2.5 ppts
營業利率 (%)	6.2	2.5	3.7 ppts	3.7 ppts	4.1 ppts	3.1	3.0 ppts	5.5	3.0	2.5 ppts	(0.7)ppts	(7.7)ppts	3.4	2.1 ppts
淨利率 (%)	6.0	4.9	1.1 ppts	3.7 ppts	2.7 ppts	5.0	1.0 ppts	4.2	3.7	0.5 ppts	(1.8)ppts	8.8 ppts	3.1	1.1 ppts

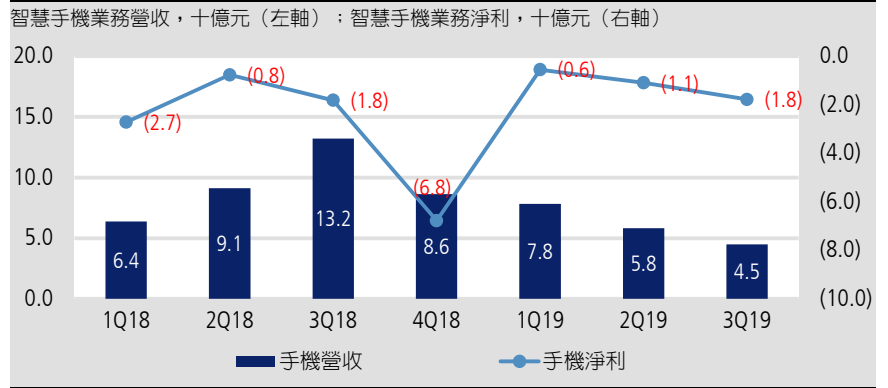
資料來源：凱基、彭博

圖 3：2019-20 年財測修正暨市場共識比較 (合併基礎)

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	344,230	340,763	1.0	(2.8)	330,858	4.0	350,032	354,072	(1.1)	1.7	338,514	3.4
毛利	54,353	49,090	10.7	4.5	47,025	15.6	55,361	50,219	10.2	1.9	48,069	15.2
營業利益	14,301	8,535	67.6	(15.8)	9,491	50.7	15,110	11,979	26.1	5.7	11,724	28.9
稅前淨利	20,182	16,208	24.5	(3.8)	15,994	26.2	19,853	18,210	9.0	(1.6)	17,252	15.1
稅後淨利	13,329	11,653	14.4	214.7	11,452	16.4	14,986	13,750	9.0	12.4	12,501	19.9
每股盈餘 (元)	17.94	15.69	14.4	214.7	15.42	16.4	20.18	18.51	9.0	12.4	16.83	19.9
毛利率 (%)	15.8	14.4	1.4 ppts	1.1 ppts	14.2	1.6 ppts	15.8	14.2	1.6 ppts	0.0 ppts	14.2	1.6 ppts
營業利率 (%)	4.2	2.5	1.6 ppts	(0.6)ppts	2.9	1.3 ppts	4.3	3.4	0.9 ppts	0.2 ppts	3.5	0.9 ppts
淨利率 (%)	3.9	3.4	0.5 ppts	2.7 ppts	3.5	0.4 ppts	4.3	3.9	0.4 ppts	0.4 ppts	3.7	0.6 ppts

資料來源：凱基、彭博

圖 4：智慧手機業務虧損 3Q19 擴大



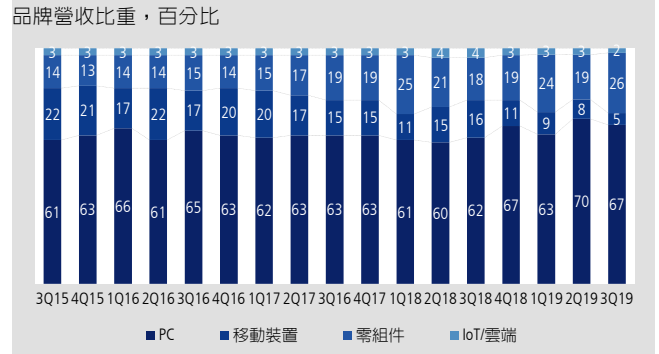
資料來源：公司資料、凱基

圖 5: 公司概況

公司 2018 年位居全球第 5 大筆電廠，總出貨量 1430 萬台，年減 12%，全球市佔 8.9%。華碩於 2013 年發行第一支 ZenFone 機種後，該系列手機 2015 年出貨量達 2,000 萬支，年增 135%。公司 2018 年產品營收占比為 PC (筆電+桌電) 佔 63% 之品牌營收，行動裝置 (智慧型手機+平板) 佔 13%，零組件 (主要為主機板) 21%，其他則佔 4%。

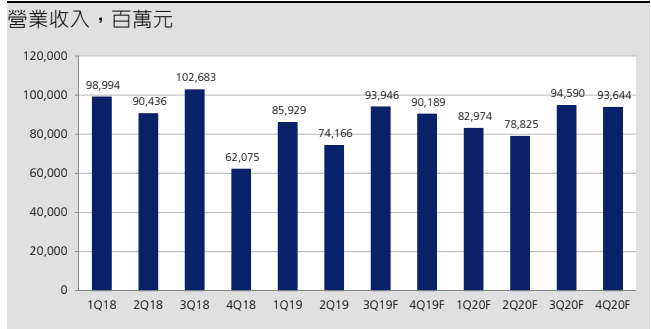
資料來源：凱基

圖 6: 行動裝置營收比重逐漸下降



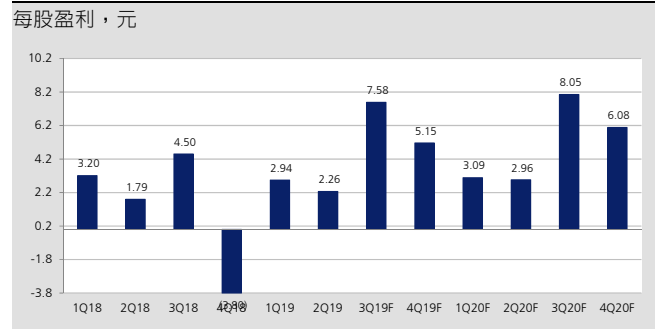
資料來源：凱基

圖 7: 季營收入



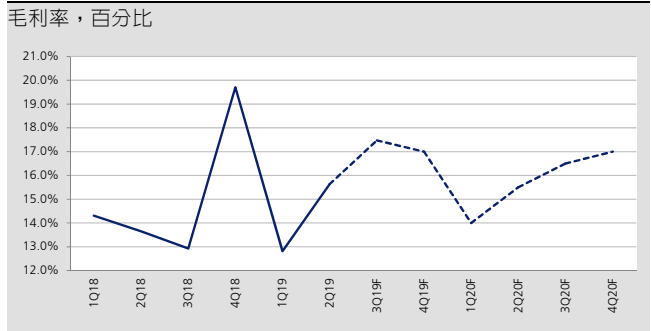
資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利



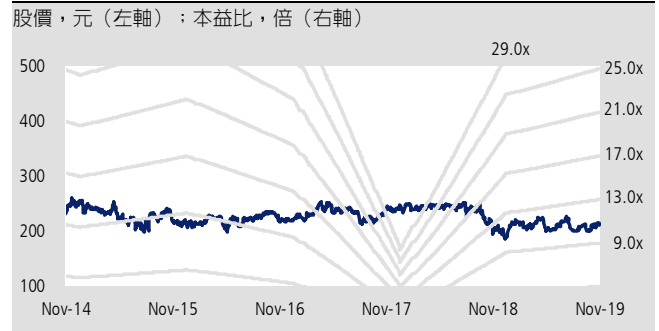
資料來源：凱基

圖 9: 毛利率



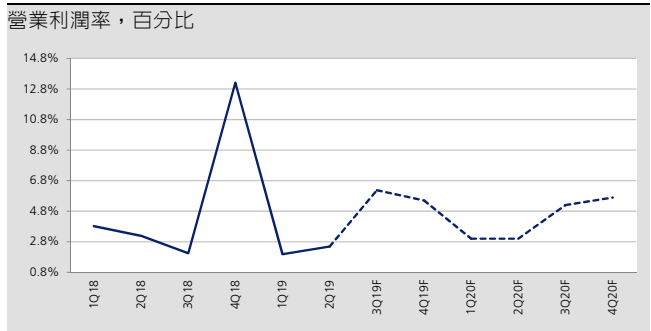
資料來源：凱基

圖 10: 未來一年預估本益比區間



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 12: 未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	85,929	74,166	93,946	90,189	82,974	78,825	94,590	93,644	354,188	344,230	350,032
營業成本	(74,917)	(62,569)	(77,534)	(74,857)	(71,357)	(66,607)	(78,983)	(77,724)	(302,173)	(289,877)	(294,671)
營業毛利	11,012	11,597	16,412	15,332	11,616	12,218	15,607	15,919	52,014	54,353	55,361
營業費用	(9,309)	(9,755)	(10,617)	(10,372)	(9,127)	(9,853)	(10,689)	(10,582)	(35,039)	(40,053)	(40,251)
營業利益	1,704	1,842	5,795	4,960	2,489	2,365	4,919	5,338	16,976	14,301	15,110
折舊	(431)	(452)	(422)	(385)	(443)	(443)	(443)	(443)	(1,244)	(1,690)	(1,774)
攤提	(116)	(116)	(114)	(111)	(110)	(110)	(110)	(110)	(434)	(457)	(439)
EBITDA	2,250	2,409	6,332	5,457	3,043	2,918	5,472	5,891	18,653	16,448	17,324
利息收入	302	372	292	216	265	265	265	265	1,491	1,182	1,062
投資利益淨額	18	48	2,345	89	50	50	2,350	50	2,628	2,500	2,500
其他營業外收入	1,940	715	148	197	550	550	550	550	2,777	3,000	2,200
總營業外收入	2,259	1,135	2,785	502	865	865	3,165	865	6,897	6,682	5,762
利息費用	(47)	(45)	(40)	(69)	(55)	(55)	(55)	(55)	(257)	(201)	(219)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(291)	64	(121)	(252)	(200)	(200)	(200)	(200)	(2,629)	(600)	(800)
總營業外費用	(338)	18	(161)	(320)	(255)	(255)	(255)	(255)	(2,887)	(801)	(1,019)
稅前純益	3,625	2,995	8,420	5,142	3,100	2,976	7,829	5,948	20,986	20,182	19,853
所得稅費用[利益]	(809)	(526)	(1,769)	(1,134)	(682)	(655)	(1,722)	(1,309)	(3,643)	(4,238)	(4,368)
少數股東損益	(267)	(188)	(176)	(119)	(125)	(125)	(125)	(125)	(1,037)	(750)	(500)
非常項目稅後純益	2,548	2,281	6,475	3,890	2,293	2,196	5,982	4,515	16,305	15,194	14,986
非常項目	(361)	(601)	(841)	(61)	-	-	-	-	(12,070)	(1,865)	-
稅後淨利	2,187	1,680	5,633	3,829	2,293	2,196	5,982	4,515	4,235	13,329	14,986
每股盈餘 (NT\$)	2.94	2.26	7.58	5.15	3.09	2.96	8.05	6.08	5.70	17.94	20.18
獲利率 (%)											
營業毛利率	12.8	15.6	17.5	17.0	14.0	15.5	16.5	17.0	14.7	15.8	15.8
營業利益率	2.0	2.5	6.2	5.5	3.0	3.0	5.2	5.7	4.8	4.2	4.3
EBITDA Margin	2.6	3.2	6.7	6.1	3.7	3.7	5.8	6.3	5.3	4.8	4.9
稅前純益率	4.2	4.0	9.0	5.7	3.7	3.8	8.3	6.4	5.9	5.9	5.7
稅後純益率	2.5	2.3	6.0	4.2	2.8	2.8	6.3	4.8	1.2	3.9	4.3
季成長率 (%)											
營業收入	38.4	(13.7)	26.7	(4.0)	(8.0)	(5.0)	20.0	(1.0)			
營業毛利	(10.0)	5.3	41.5	(6.6)	(24.2)	5.2	27.7	2.0			
營業收益增長	(79.2)	8.1	214.7	(14.4)	(49.8)	(5.0)	108.0	8.5			
EBITDA	(73.9)	7.1	162.8	(13.8)	(44.2)	(4.1)	87.5	7.7			
稅前純益	(65.3)	(17.4)	181.1	(38.9)	(39.7)	(4.0)	163.1	(24.0)			
稅後純益	(23.2)	235.3	(32.0)	(40.1)	(4.2)	172.4	(24.5)				
年成長率 (%)											
營業收入	(13.2)	(18.0)	(8.5)	45.3	(3.4)	6.3	0.7	3.8	(18.4)	(2.8)	1.7
營業毛利	(22.2)	(6.0)	23.6	25.3	5.5	5.4	(4.9)	3.8	(12.4)	4.5	1.9
營業收益	(55.0)	(36.1)	175.1	(39.5)	46.1	28.4	(15.1)	7.6	33.3	(15.8)	5.7
EBITDA	(46.5)	(27.2)	151.2	(36.7)	35.2	21.1	(13.6)	8.0	29.6	(11.8)	5.3
稅前純益	3.0	29.3	79.0	(50.8)	(14.5)	(0.7)	(7.0)	15.7	5.1	(3.8)	(1.6)
稅後純益	(8.1)	26.1	68.5		4.8	30.7	6.2	17.9	(72.8)	214.7	12.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
資產總額	364,220	344,891	342,166	360,296	379,212
流動資產	273,972	257,588	254,924	273,086	291,695
現金及短期投資	95,506	81,065	71,604	97,238	114,554
存貨	87,095	83,056	94,259	90,423	91,668
應收帳款及票據	84,698	84,879	82,115	79,806	80,929
其他流動資產	6,673	8,588	6,946	5,618	4,544
非流動資產	90,248	87,303	87,242	87,210	87,516
長期投資	62,911	58,783	55,197	56,112	57,432
固定資產	13,744	15,250	16,734	16,244	15,670
什項資產	13,594	13,270	15,311	14,854	14,414
負債總額	180,003	166,217	174,474	179,029	181,605
流動負債	168,497	153,886	162,690	166,661	168,666
應付帳款及票據	73,544	56,495	65,138	62,488	63,347
短期借款	3,707	5,753	7,125	7,125	7,158
什項負債	91,246	91,638	90,426	97,048	98,160
長期負債	11,506	12,331	11,784	12,368	12,939
長期借款	540	1,011	-	100	167
其他負債及準備	10,966	11,320	11,784	12,268	12,772
股東權益總額	184,217	178,674	167,692	181,267	197,607
普通股股本	7,428	7,428	7,428	7,428	7,428
保留盈餘	101,793	102,791	94,556	95,505	97,094
少數股東權益	2,732	3,530	6,327	7,077	7,577
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
年成長率					
營業收入	(1.2%)	(7.0%)	(18.4%)	(2.8%)	1.7%
營業收益增長	(10.7%)	(32.1%)	33.3%	(15.8%)	5.7%
EBITDA	(10.5%)	(29.3%)	29.6%	(11.8%)	5.3%
稅後純益	12.3%	(19.0%)	(72.8%)	214.7%	12.4%
每股盈餘成長率	12.3%	(19.0%)	(72.8%)	214.7%	12.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	14.2%	13.7%	14.7%	15.8%	15.8%
營業利益率	4.0%	2.9%	4.8%	4.2%	4.3%
EBITDA Margin	4.4%	3.3%	5.3%	4.8%	4.9%
稅後純益率	4.1%	3.6%	1.2%	3.9%	4.3%
平均資產報酬率	5.5%	4.4%	1.2%	3.8%	4.1%
股東權益報酬率	11.0%	8.7%	2.5%	7.9%	8.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	2.3%	3.8%	4.2%	4.0%	3.7%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	389.9	114.9	82.5	101.5	91.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	789.6	(7.9)	20.1	127.8	77.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	13.1	(0.2)	0.7	3.5	2.3
流動比率 (x)	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7
速動比率 (x)	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	(83,446)	(65,429)	(56,848)	(82,382)	(99,597)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	25.85	20.93	5.70	17.94	20.18
每股現金盈餘 (NT\$)	66.38	(1.86)	6.96	34.57	22.76
每股淨值 (NT\$)	244.34	235.80	217.25	234.52	255.84
調整後每股淨值 (NT\$)	244.34	235.80	217.25	234.52	255.84
每股營收 (NT\$)	628.47	584.26	476.85	463.45	471.26
EBITDA/Share (NT\$)	27.41	19.37	25.11	22.14	23.32
每股現金股利 (NT\$)	17.00	15.00	15.00	16.67	18.04
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.34	1.22	1.03	0.98	0.95
應收帳款周轉天數	66.4	71.4	84.6	84.6	84.6
存貨周轉天數	79.6	80.9	113.9	113.9	113.9
應付帳款周轉天數	67.2	55.1	78.7	78.7	78.7
現金轉換周轉天數	78.8	97.3	119.8	119.8	119.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入	466,803	433,967	354,188	344,230	350,032
營業成本	(400,575)	(374,562)	(302,173)	(289,877)	(294,671)
營業毛利	66,227	59,404	52,014	54,353	55,361
營業費用	(47,475)	(46,670)	(35,039)	(40,053)	(40,251)
營業利益	18,752	12,735	16,976	14,301	15,110
總營業外收入	6,118	10,052	6,897	6,682	5,762
利息收入	866	1,082	1,491	1,182	1,062
投資利益淨額	2,865	2,852	2,628	2,500	2,500
其他營業外收入	2,387	6,117	2,777	3,000	2,200
總營業外費用	(588)	(2,823)	(2,887)	(801)	(1,019)
利息費用	(62)	(175)	(257)	(201)	(219)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(525)	(2,648)	(2,629)	(600)	(800)
稅前純益	24,282	19,964	20,986	20,182	19,853
所得稅費用[利益]	(4,664)	(3,924)	(3,643)	(4,238)	(4,368)
少數股東損益	(416)	(495)	(1,037)	(750)	(500)
非常項目	-	(0)	(12,070)	(1,865)	-
稅後淨利	19,203	15,545	4,235	13,329	14,986
EBITDA	20,356	14,388	18,653	16,448	17,324
每股盈餘 (NT\$)	25.85	20.93	5.70	17.94	20.18

現金流量

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營運活動之現金流量	49,305	(1,381)	5,170	25,674	16,903
本期純益	19,203	15,545	4,235	13,329	14,986
折舊及攤提	1,604	1,653	1,677	2,147	2,213
本期運用資金變動	30,432	(13,191)	205	10,205	(339)
其他營業資產及負債變動	(1,934)	(5,388)	(947)	(7)	43
投資活動之現金流量	(7,761)	77	(3,588)	(2,109)	(2,563)
投資用短期投資出售[新購]	(0)	-	(425)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(1,817)	(909)	(1,363)
資本支出淨額	(5,568)	(2,100)	(3,289)	(1,200)	(1,200)
其他資產變動	(2,193)	2,177	1,944	(0)	0
自由現金流	41,233	(3,809)	12,188	21,993	12,021
融資活動之現金流量	(10,173)	(9,307)	(11,270)	2,069	2,976
短期借款變動	1,160	2,772	1,375	-	-
長期借款變動	(904)	(254)	(1,014)	100	100
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(11,141)	(12,627)	(11,141)	(11,141)	(12,380)
其他融資現金流	713	803	(489)	13,110	15,255
匯率影響數	(557)	(4,889)	1,467	-	-
本期產生現金流量	30,814	(15,500)	(8,220)	25,634	17,316
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
1 - 營業成本/營業收入	14.2%	13.7%	14.7%	15.8%	15.8%
- 銷管費用/營業收入	10.2%	10.8%	9.9%	11.6%	11.5%
= 營業利益率	4.0%	2.9%	4.8%	4.2%	4.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	11.4	7.6	5.9	7.3	7.7
營業利益率	4.0%	2.9%	4.8%	4.2%	4.3%
x 資本周轉率	11.4	7.6	5.9	7.3	7.7
x (1 - 有效現金稅率)	80.8%	80.3%	82.6%	79.0%	78.0%
= 稅後 ROIC	36.9%	18.0%	23.5%	23.8%	25.8%

資料來源：公司資料，凱基

華碩 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-08-13	持有	222.0	202.0
2019-05-07	持有	246.0	233.5
2019-03-21	持有	235.0	225.0
2018-12-14	降低持股	183.0	207.0
2018-11-13	降低持股	188.0	228.0
2018-08-10	持有	261.0	268.0
2018-05-12	增加持股	314.0	279.0
2018-02-09	持有	285.0	271.5
2017-11-11	持有	270.0	259.0
2017-08-12	降低持股	220.0	258.0

資料來源：TEJ，凱基

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

廣達

(2382.TW/2382 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	60.90
12 個月目標價 (NT\$)	73.00
前次目標價 (NT\$)	64.00
調升 (%)	14.1
上漲空間 (%)	19.9

焦點內容

廣達 3Q19 每股盈餘季增 9%、但年減 8% 至 1.13 元，超前凱基與市場預估，主因營利率 2.1% 表現優於預期。公司自估 4Q19 筆電出貨將季增 0-5%，其中高單價機種的比重提升，伺服器營收也將季增，目標維持毛利率不墜，然營業費用升高恐為 4Q19 營利率帶來些微壓力。基於 2H19-2020 年營收及獲利走勢向上，我們將目標價從 64 元上調至 73 元(15 倍 2020 年預估之每股盈餘)；重申「增加持股」評等。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	235.2 / 7,725
流通在外股數 (百萬股)：	3,863
外資持有股數 (百萬股)：	1,062
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.79
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	48.55 - 62.40

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	12.8	5	25.1
相對表現 (%)	2.1	-3.6	7.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	0.71A	0.92A	1.22A	1.07A
2019	0.81A	1.03A	1.13F	1.18F
2020	0.83F	0.92F	1.38F	1.76F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

謝宜君
886.2.2181.8735
jennifer.hsieh@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

3Q19 每股盈餘超前；2020 年展望正面

重要訊息

廣達 3Q19 每股盈餘季增 9%、但年減 8% 至 1.13 元，超前凱基與市場預估，主因營利率 2.1% 表現優於預期。公司自估 4Q19 筆電出貨將季增 0-5%，其中高單價機種的比重提升，伺服器營收也將季增，目標維持毛利率不墜，然營業費用升高恐為 4Q19 營利率帶來些微壓力。

評論及分析

營利率帶動 3Q19 每股盈餘超前。3Q19 每股盈餘 1.13 元優於凱基預期，主因毛利率在非 PC 營收比重提升及自動化帶動效率改善下擴增至 4.8% (較去年和上季增長，並高於凱基及市場預估之 4.4%、4.5%)，而營利率亦因營收規模放大 (季增 8%) 上揚至 2.1% (高於凱基及市場預估之 1.5%、1.7%)。再加上匯兌收益 4.1 億元的加持，3Q19 獲利表現優於市場及凱基預期。1Q-3Q19 每股盈餘累計 2.97 元，年增 4%。

4Q19 筆電出貨展望進一步季增；雲端營收持續增長。3Q19 筆電出貨季增 7%；儘管 CPU 供貨吃緊，公司仍預估 4Q19 筆電出貨將季增 0-5%，且綜合均價應會成長。再加上 4Q19 伺服器營收亦將季增，我們預估 4Q19 整體營收將季增 8%。公司表示毛利率將季持穩，而營業費用微升恐為 4Q19 營利率帶來些微壓力。研究部預估 4Q19 營利率 2.1%，每股盈餘隨營收較原預估為弱而下修至 1.18 元。我們 2019 年每股盈餘大致維持 4.13 元，年增 6%。

2020 年筆電與雲端業務前景正面，領先產業趨勢。廣達看好 2020 年業務展望，因新案取得助攻市佔率擴大，自估筆電出貨將從 2019 年的年減 10% 重返年增趨勢，而伺服器營收亦將維持雙位數年增。雖然穿戴裝置業務可能不會擴充，但我們認為 2020 年營收應屬穩定，虧損縮小。綜上，預估 2020 年整體營收將年增 7%，表現優於前幾年水準。毛利與營利率方面，公司目標產品組合改善將強化毛利率，而營業費用增長有限將推升 2020 年營利率。我們也預期企業和電信客戶 (約佔 2019 年營收 20%)，且 2020 年佔比將提升) 將為伺服器營收主要成長推手，應對伺服器毛利率產生正面效應。研究部上修 2020 年營利率預估至 1.9%，每股盈餘則調升至 4.87 元，年增 18%。

投資建議

基於 2H19-2020 年營收及獲利走勢向上，我們將目標價從 64 元上調至 73 元(15 倍 2020 年預估之每股盈餘)；重申「增加持股」評等。

投資風險

新台幣升值、市場競爭導致雲端業務毛利率不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入 (NT\$百萬)	893,982	1,021,183	1,027,991	1,018,566	1,088,188
營業毛利 (NT\$百萬)	46,594	45,652	43,873	47,978	51,835
營業利益 (NT\$百萬)	19,105	17,606	14,295	18,012	20,608
稅後淨利 (NT\$百萬)	15,138	14,367	15,119	15,961	18,817
每股盈餘 (NT\$)	3.93	3.73	3.92	4.13	4.87
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.40	3.55	3.72	4.38
每股盈餘成長率 (%)	(15.1)	(5.1)	5.2	5.4	17.9
本益比 (x)	15.5	16.3	15.5	14.7	12.5
股價淨值比 (x)	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	9.2	12.0	13.6	8.0	6.9
淨負債比率 (%)	0.2	36.6	36.6	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	5.7	5.6	5.8	6.1	7.2
股東權益報酬率 (%)	11.4	10.8	11.3	11.6	13.2

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q19 財報與 4Q19 財測修正與市場共識比較

百萬元	3Q19A								4Q19F							
	實際值	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	265,142	272,772	(2.8)	7.9	(6.0)	272,587	(2.7)	286,353	313,688	(8.7)	8.0	(9.6)	310,299	(7.7)		
毛利	12,774	12,002	6.4	9.1	3.2	12,370	3.3	13,602	14,430	(5.7)	6.5	4.7	13,805	(1.5)		
營業利益	5,551	4,228	31.3	48.3	25.4	4,630	19.9	5,870	6,274	(6.4)	5.8	30.0	5,312	10.5		
稅前淨利	5,951	5,303	12.2	20.8	(1.7)	5,913	0.6	6,293	6,984	(9.9)	5.7	25.6	6,412	(1.8)		
稅後淨利	4,338	3,771	15.0	9.3	(7.9)	4,020	7.9	4,531	5,128	(11.6)	4.5	9.4	4,525	0.1		
每股盈餘(元)	1.13	0.98	15.0	9.3	(7.9)	1.04	7.9	1.18	1.33	(11.6)	4.5	9.4	1.17	0.1		
毛利率(%)	4.8	4.4	0.4 ppts	0.1 ppts	0.4 ppts	4.5	0.3 ppts	4.8	4.6	0.1 ppts	(0.1)ppts	0.6 ppts	4.4	0.3 ppts		
營業利益率(%)	2.1	1.6	0.5 ppts	0.6 ppts	0.5 ppts	1.7	0.4 ppts	2.1	2.0	0.0 ppts	(0.0)ppts	0.6 ppts	1.7	0.3 ppts		
淨利率(%)	1.6	1.4	0.3 ppts	0.0 ppts	(0.0)ppts	1.5	0.2 ppts	1.6	1.6	(0.1)ppts	(0.1)ppts	0.3 ppts	1.5	0.1 ppts		

資料來源：凱基、彭博

圖 2：2019-20 年財測修正與市場共識比較

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,018,566	1,053,531	(3.3)	(0.9)	1,052,182	(3.2)	1,088,188	1,130,747	(3.8)	6.8	1,086,873	0.1
毛利	47,978	48,034	(0.1)	9.4	47,380	1.3	51,835	52,007	(0.3)	8.0	49,692	4.3
營業利益	18,012	17,092	5.4	26.0	16,249	10.8	20,608	19,579	5.3	14.4	18,224	13.1
稅前獲利	20,748	20,791	(0.2)	8.2	19,719	5.2	24,199	23,850	1.5	16.6	21,720	11.4
稅後淨利	15,961	15,992	(0.2)	5.6	15,616	2.2	18,817	17,814	5.6	17.9	16,753	12.3
每股盈餘(元)	4.13	4.14	(0.2)	5.6	4.04	2.2	4.87	4.61	5.6	17.9	4.34	12.3
毛利率(%)	4.7	4.6	0.2 ppts	0.4 ppts	4.5	0.2 ppts	4.8	4.6	0.2 ppts	0.1 ppts	4.6	0.2 ppts
營業率(%)	1.8	1.6	0.1 ppts	0.4 ppts	1.5	0.2 ppts	1.9	1.7	0.2 ppts	0.1 ppts	1.7	0.2 ppts
淨利率(%)	1.6	1.5	0.0 ppts	0.1 ppts	1.5	0.1 ppts	1.7	1.6	0.2 ppts	0.2 ppts	1.5	0.2 ppts

資料來源：凱基、彭博

圖 3：2019 年伺服器營收將呈雙位數年增

營收(新台幣十億元)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
筆電	491.7	560.5	493.3	458.7	481.7
伺服器	143.0	167.4	200.8	222.9	251.9
平板	127.9	154.6	176.6	192.2	184.6
AIO/桌機	98.3	103.3	92.9	91.1	89.2
其他	33.0	35.4	64.4	53.6	80.8
合計	894.0	1,021.2	1,028.0	1,018.6	1,088.2
雲端相關	271.0	322.0	377.4	415.1	436.5
營收年增率(%)					
筆電	(10.6)	14.0	(12.0)	(7.0)	5.0
伺服器	14.4	17.0	20.0	11.0	13.0
平板	184.3	20.9	14.2	8.8	(4.0)
AIO/桌機	(24.9)	5.0	(10.0)	(2.0)	(2.0)
其他	(59.4)	7.4	81.6	(16.7)	50.7
合計	(11.2)	14.2	0.7	(0.9)	6.8
雲端相關	35.5	18.8	17.2	10.0	5.1
營收比重(%)					
筆電	55.0	54.9	48.0	45.0	44.3
伺服器	16.0	16.4	19.5	21.9	23.1
平板	14.3	15.1	17.2	18.9	17.0
AIO/桌機	11.0	10.1	9.0	8.9	8.2
其他	3.7	3.5	6.3	5.3	7.4
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
雲端相關	25.7	27.9	33.8	38.1	37.9

資料來源：凱基

圖 4: 同業比較 – 獲利成長、估值

公司	代碼	市值 (US\$mn)	股價 (當地貨幣)	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 年增率 (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		現金殖利率 (%)	
						2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
廣達	2382 TT	7,579	60.9	增加持股	73.0	4.1	4.9	5.6	17.9	14.7	12.5	1.7	1.6	11.6	13.2	6.1	7.2
英業達	2356 TT	2,578	22.3	增加持股	27.0	1.6	2.0	(12.2)	28.3	14.0	10.9	1.4	1.4	10.2	12.6	5.9	7.4
和碩	4938 TT	5,890	70.0	增加持股	75.0	5.7	6.3	33.8	10.1	12.3	11.2	1.1	1.0	9.4	9.4	5.7	6.2
緯創	3231 TT	2,578	28.2	持有	25.0	2.0	2.2	13.1	10.0	14.1	12.8	1.2	1.1	10.3	11.3	6.0	6.6
緯穎	6669 TT	2,947	524.0	增加持股	648.0	36.0	43.2	(5.2)	19.9	14.6	12.1	5.3	3.8	43.6	36.5	4.0	4.9
鴻海	2317 TT	40,064	89.7	增加持股	112.0	8.2	9.3	2.4	13.1	10.9	9.6	0.9	0.8	8.8	9.0	4.4	4.9
仁寶電腦*	2324 TT	2,598	18.3	未評等	N.A.	1.7	1.8	(16.8)	8.0	10.7	9.9	0.7	0.7	7.0	7.9	6.3	6.3

資料來源：凱基，*為彭博共識

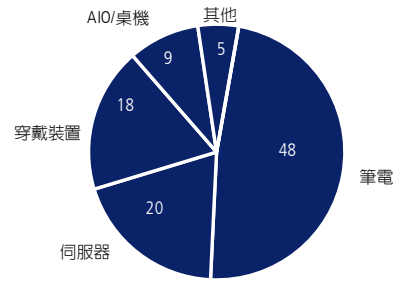
圖 5: 公司概況

廣達成立於 1988 年，為全球最大 NB ODM 廠，2018 年出貨量 3,760 萬台，全球市佔 23.5%。主要客戶為全球前六大品牌 NB 廠如 Apple (美), HP (美), 華碩與宏碁等。全球員工人數 3 萬名以上。未來數年雲端將為成長動能來源，目前公司拓展之業務領域，包括伺服器、all-in-one (AIO)、穿戴裝置和居家 AI 產品。2018 年營收約 52% 來自非 NB 業務。

資料來源：凱基

圖 6: 2018 年營收組合

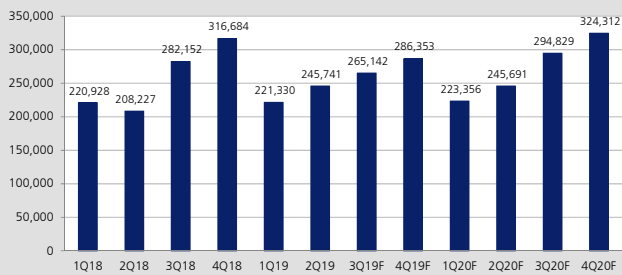
營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

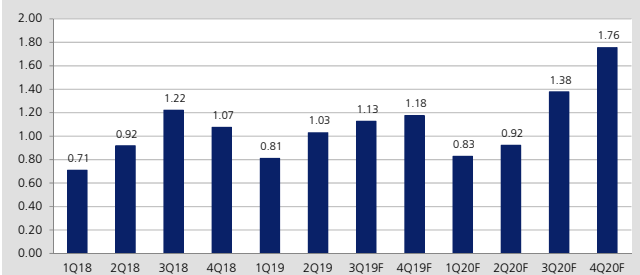
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

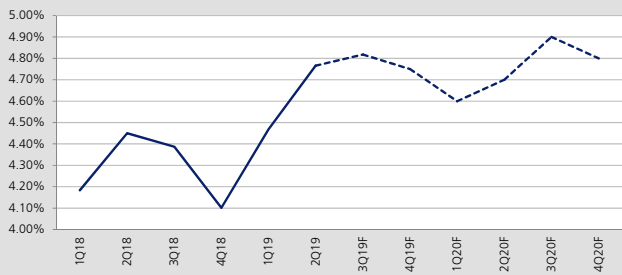
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

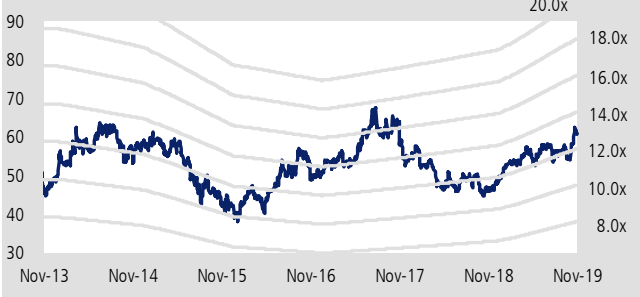
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 未來一年預估本益比區間

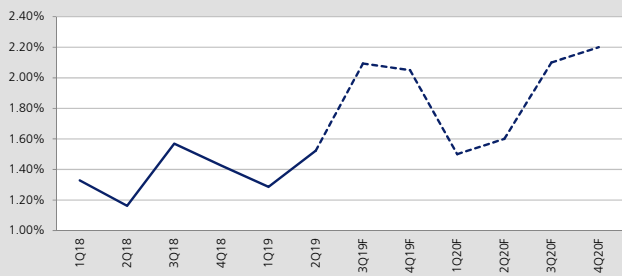
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



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 12: 未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	221,330	245,741	265,142	286,353	223,356	245,691	294,829	324,312	1,027,991	1,018,566	1,088,188
營業成本	(211,441)	(234,028)	(252,368)	(272,751)	(213,081)	(234,144)	(280,383)	(308,745)	(984,118)	(970,589)	(1,036,353)
營業毛利	9,889	11,713	12,774	13,602	10,274	11,547	14,447	15,567	43,873	47,978	51,835
營業費用	(7,041)	(7,970)	(7,223)	(7,732)	(6,924)	(7,616)	(8,255)	(8,432)	(29,576)	(29,966)	(31,228)
營業利益	2,847	3,742	5,551	5,870	3,350	3,931	6,191	7,135	14,295	18,012	20,608
折舊	(2,005)	(2,055)	(1,713)	(1,079)	(1,801)	(1,801)	(1,801)	(1,801)	(6,276)	(6,852)	(7,204)
攤提	(295)	(266)	(270)	(250)	(217)	(217)	(217)	(217)	(1,155)	(1,081)	(868)
EBITDA	5,147	6,063	7,534	7,199	5,368	5,949	8,209	9,153	21,726	25,944	28,680
利息收入	1,786	1,828	2,000	1,814	1,989	1,989	1,989	1,989	7,125	7,427	7,957
投資利益淨額	2	226	-	72	50	50	50	50	724	300	200
其他營業外收入	1,034	1,525	233	240	800	800	800	800	5,047	3,032	3,200
總營業外收入	2,822	3,579	2,233	2,126	2,839	2,839	2,839	2,839	12,896	10,759	11,357
利息費用	(1,809)	(1,833)	(1,646)	(1,703)	(1,741)	(1,741)	(1,741)	(1,741)	(6,419)	(6,990)	(6,966)
投資損失	-	(0)	(11)	(0)	-	-	-	-	(51)	(12)	-
其他營業外費用	(284)	(561)	(175)	0	(200)	(200)	(200)	(200)	(1,544)	(1,020)	(800)
總營業外費用	(2,094)	(2,394)	(1,832)	(1,703)	(1,941)	(1,941)	(1,941)	(1,941)	(8,015)	(8,022)	(7,766)
稅前純益	3,575	4,928	5,951	6,293	4,248	4,829	7,089	8,033	19,176	20,748	24,199
所得稅費用[利益]	(334)	(857)	(1,511)	(1,655)	(977)	(1,207)	(1,701)	(1,196)	(3,844)	(4,357)	(5,082)
少數股東損益	(117)	(103)	(103)	(107)	(80)	(70)	(80)	(70)	(214)	(430)	(300)
非常項目稅後純益	3,124	3,968	4,338	4,531	3,191	3,552	5,308	6,767	15,119	15,961	18,817
非常項目	(0)	(0)	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	3,124	3,968	4,338	4,531	3,191	3,552	5,308	6,767	15,119	15,961	18,817
每股盈餘 (NT\$)	0.81	1.03	1.13	1.18	0.83	0.92	1.38	1.76	3.92	4.13	4.87
獲利率 (%)											
營業毛利率	4.5	4.8	4.8	4.8	4.6	4.7	4.9	4.8	4.3	4.7	4.8
營業利益率	1.3	1.5	2.1	2.1	1.5	1.6	2.1	2.2	1.4	1.8	1.9
EBITDA Margin	2.3	2.5	2.8	2.5	2.4	2.4	2.8	2.8	2.1	2.5	2.6
稅前純益率	1.6	2.0	2.2	2.2	1.9	2.0	2.4	2.5	1.9	2.0	2.2
稅後純益率	1.4	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.8	2.1	1.5	1.6	1.7
季成長率 (%)											
營業收入	(30.1)	11.0	7.9	8.0	(22.0)	10.0	20.0	10.0			
營業毛利	(23.9)	18.4	9.1	6.5	(24.5)	12.4	25.1	7.8			
營業收益增長	(36.9)	31.5	48.3	5.8	(42.9)	17.3	57.5	15.2			
EBITDA	(22.8)	17.8	24.3	(4.4)	(25.4)	10.8	38.0	11.5			
稅前純益	(28.7)	37.9	20.8	5.7	(32.5)	13.7	46.8	13.3			
稅後純益	(24.6)	27.0	9.3	4.5	(29.6)	11.3	49.4	27.5			
年成長率 (%)											
營業收入	0.2	18.0	(6.0)	(9.6)	0.9	(0.0)	11.2	13.3	0.7	(0.9)	6.8
營業毛利	7.0	26.4	3.2	4.7	3.9	(1.4)	13.1	14.4	(3.9)	9.4	8.0
營業收益	(3.0)	54.7	25.4	30.0	17.7	5.0	11.5	21.5	(18.8)	26.0	14.4
EBITDA	11.9	45.5	19.6	8.0	4.3	(1.9)	9.0	27.1	(11.2)	19.4	10.5
稅前純益	5.1	4.7	(1.7)	25.6	18.8	(2.0)	19.1	27.6	(4.6)	8.2	16.6
稅後純益	14.2	12.2	(7.9)	9.4	2.2	(10.5)	22.4	49.3	5.2	5.6	17.9

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
資產總額	587,430	613,376	659,467	705,887	805,542
流動資產	532,426	562,682	600,751	650,426	753,427
現金及短期投資	229,460	216,749	223,478	395,461	486,215
存貨	122,186	135,255	136,055	93,070	99,105
應收帳款及票據	168,440	169,995	202,779	125,577	133,794
其他流動資產	12,341	40,683	38,439	36,318	34,314
非流動資產	55,004	50,694	58,716	55,461	52,115
長期投資	1,587	1,488	1,510	1,188	913
固定資產	45,463	42,185	49,435	47,583	45,379
什項資產	7,954	7,021	7,771	6,691	5,822
負債總額	447,713	474,588	518,240	559,480	653,584
流動負債	427,134	473,389	498,128	542,860	632,668
應付帳款及票據	175,581	161,245	175,026	132,957	141,578
短期借款	183,886	249,604	244,487	330,635	409,252
什項負債	67,666	62,540	78,615	79,268	81,838
長期負債	20,579	1,199	20,113	16,620	20,916
長期借款	19,361	-	18,443	14,295	17,678
其他負債及準備	1,218	1,199	1,669	2,325	3,238
股東權益總額	139,717	138,788	141,227	146,406	151,957
普通股股本	38,626	38,626	38,626	38,626	38,626
保留盈餘	52,085	51,030	50,554	52,150	54,031
少數股東權益	6,863	6,366	6,330	6,760	7,060
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
年成長率					
營業收入	(11.2%)	14.2%	0.7%	(0.9%)	6.8%
營業收益增長	4.5%	(7.8%)	(18.8%)	26.0%	14.4%
EBITDA	3.2%	(7.4%)	(11.2%)	19.4%	10.5%
稅後純益	(15.1%)	(5.1%)	5.2%	5.6%	17.9%
每股盈餘成長率	(15.1%)	(5.1%)	5.2%	5.4%	17.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	5.2%	4.5%	4.3%	4.7%	4.8%
營業利率	2.1%	1.7%	1.4%	1.8%	1.9%
EBITDA Margin	3.0%	2.4%	2.1%	2.5%	2.6%
稅後純益率	1.7%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%
平均資產報酬率	2.7%	2.4%	2.4%	2.3%	2.5%
股東權益報酬率	11.4%	10.8%	11.3%	11.6%	13.2%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	145.5%	179.8%	186.2%	235.6%	281.0%
淨負債比率	0.2%	36.6%	36.6%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	10.0	6.0	4.0	4.0	4.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	20.7	(2.2)	2.7	14.9	3.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	(0.0)	0.1	0.3	0.1
流動比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速動比率 (x)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	337	50,841	51,649	(38,334)	(47,088)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.93	3.73	3.92	4.13	4.87
每股現金盈餘 (NT\$)	12.19	(2.24)	4.41	27.05	6.10
每股淨值 (NT\$)	34.39	34.28	34.92	36.15	37.51
調整後每股淨值 (NT\$)	34.47	34.36	35.00	36.15	37.51
每股營收 (NT\$)	231.93	264.93	266.70	263.70	281.72
EBITDA/Share (NT\$)	6.86	6.35	5.64	6.72	7.42
每股現金股利 (NT\$)	3.50	3.40	3.55	3.72	4.38
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.60	1.70	1.62	1.49	1.44
應收帳款周轉天數	69.0	60.8	72.0	45.0	45.0
存貨周轉天數	52.8	50.6	50.5	35.0	35.0
應付帳款周轉天數	75.8	60.3	64.9	50.0	50.0
現金轉換周轉天數	45.9	51.0	57.5	30.0	30.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入	893,982	1,021,183	1,027,991	1,018,566	1,088,188
營業成本	(847,389)	(975,531)	(984,118)	(970,589)	(1,036,353)
營業毛利	46,594	45,652	43,873	47,978	51,835
營業費用	(27,489)	(28,047)	(29,576)	(29,966)	(31,228)
營業利益	19,105	17,606	14,295	18,012	20,608
總營業外收入	5,158	7,365	12,896	10,759	11,357
利息收入	3,578	5,064	7,125	7,427	7,957
投資利益淨額	197	319	724	300	200
其他營業外收入	1,382	1,981	5,047	3,032	3,200
總營業外費用	(3,923)	(4,874)	(8,015)	(8,022)	(7,766)
利息費用	(2,272)	(4,013)	(6,419)	(6,990)	(6,966)
投資損失	(51)	-	(51)	(12)	-
其他營業外費用	(1,600)	(861)	(1,544)	(1,020)	(800)
稅前純益	20,341	20,097	19,176	20,748	24,199
所得稅費用[利益]	(4,930)	(5,581)	(3,844)	(4,357)	(5,082)
少數股東損益	(272)	(149)	(214)	(430)	(300)
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	15,138	14,367	15,119	15,961	18,817
EBITDA	26,432	24,471	21,726	25,944	28,680
每股盈餘 (NT\$)	3.93	3.73	3.92	4.13	4.87

現金流量

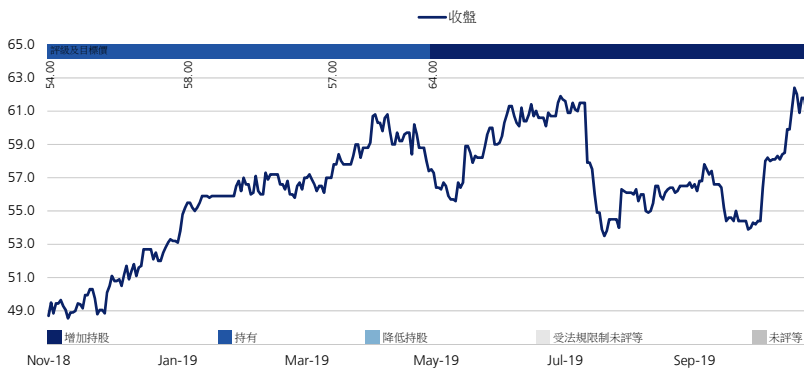
NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營運活動之現金流量	46,994	(8,634)	17,013	104,497	23,569
本期純益	15,138	14,367	15,119	15,961	18,817
折舊及攤提	7,327	6,865	7,431	7,932	8,072
本期運用資金變動	21,676	(28,961)	(19,803)	80,240	(3,627)
其他營業資產及負債變動	2,853	(905)	14,267	363	307
投資活動之現金流量	11,909	(27,898)	(3,514)	(5,040)	(5,033)
投資用短期投資出售[新購]	15,172	7,293	5,595	-	-
本期長期投資變動	(561)	(56)	(25)	(40)	(33)
資本支出淨額	(4,792)	(5,619)	(12,873)	(5,000)	(5,000)
其他資產變動	2,090	(29,517)	3,789	(0)	0
自由現金流	37,619	(16,030)	(14,971)	96,321	14,857
融資活動之現金流量	13,634	42,217	(5,461)	72,526	72,217
短期借款變動	35,416	47,820	12,781	80,000	80,000
長期借款變動	(9,745)	(1,463)	545	2,000	2,000
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(14,947)	(13,785)	(13,382)	(13,712)	(14,365)
其他融資現金流	2,911	9,645	(5,405)	4,239	4,582
匯率影響數	(2,365)	(9,833)	4,480	-	-
本期產生現金流量	70,172	(4,148)	12,518	171,983	90,754
編併公司之現金盈餘	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
1 - 營業成本/營業收入	5.2%	4.5%	4.3%	4.7%	4.8%
- 銷管費用/營業收入	3.1%	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%
= 營業利率	2.1%	1.7%	1.4%	1.8%	1.9%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	7.9	6.0	5.7	10.5	11.5
營業利率	2.1%	1.7%	1.4%	1.8%	1.9%
x 資本周轉率	7.9	6.0	5.7	10.5	11.5
x (1 - 有效現金稅率)	75.8%	72.2%	80.0%	79.0%	79.0%
= 稅後 ROIC	12.8%	7.4%	6.3%	14.7%	17.1%

資料來源：公司資料，凱基

廣達 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-08-13	增加持股	64.00	54.00
2019-05-15	增加持股	64.00	57.50
2019-03-28	持有	57.00	57.00
2019-01-18	持有	58.00	55.50
2018-11-13	持有	54.00	48.70
2018-08-08	持有	59.00	53.10
2018-05-11	持有	59.00	53.10
2018-03-26	增加持股	69.00	60.20
2017-11-14	增加持股	84.00	72.30
2017-09-27	增加持股	84.00	67.50

資料來源：TEJ，凱基

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

鼎翰科技

(3611.TW/3611 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	253.0
12 個月目標價 (NT\$)	324.0
前次目標價 (NT\$)	313.0
調升 (%)	3.5
上漲空間 (%)	28.1

焦點內容

3Q19 獲利 4.26 元合乎凱基預期但遜於市場共識。我們預計歐美地區新專案將帶動 4Q19 成長動能強勁。我們 2020 年每股盈餘預估維持 20.91 元不變，年增 12%。目標價調升至 324 元；重申「增加持股」評等。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	10.74 / 352.6
流通在外股數 (百萬股)：	42.43
外資持有股數 (百萬股)：	2.98
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.07
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	184.0 - 294.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	3.7	4.8	41.3
相對表現 (%)	-7	-3.8	24

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	3.51A	5.01A	4.16A	5.17A
2019	4.29A	4.84A	4.26A	5.17F
2020	4.56F	5.55F	4.99F	5.81F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

黃新迪
886.2.2181.8745
roger.huang@kgi.com

梁姿嫻, CFA
886.2.2181.8728
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

產品組合轉佳，4Q19 動能延續

重要訊息

3Q19 每股盈餘 4.26 元合乎凱基預期但低於市場共識。管理層預估 4Q19 營收動能將續強，主因贏得新專案及產品組合改善帶動毛利率擴增。

評論及分析

3Q19 每股盈餘 4.26 元合乎凱基預期；毛利率表現超前。儘管雖規模經濟縮小，3Q19 毛利率仍季增 0.7 個百分點至 37.8%，分別超前凱基與市場預估 1、1.3 個百分點，反映美國市場工業條碼印表機營收貢獻上揚及 Diversified Labeling Solutions (DLS, 美) 毛利率改善。DLS 持續自鼎翰現有客戶取得訂單，帶動其毛利率自 1Q19 的 13% 走升至 3Q19 的 15% 以上，產能利用率也從 60% 提高至 65% 以上。美國營收佔比從 2018 年的 23% 增至 1Q-3Q19 的 25%，而中國及歐洲則分別從 26%、32% 降至 24%、31%。稅後淨利 1.81 億元，季減 12% 但年增 13%，折合每股盈餘 4.26 元。

進入旺季 4Q19 營收將季增 10%。管理層看好 4Q19 營收動能，主因取得重大專案訂單，包括從歐非中東地區的新客戶與既有客戶獲得桌上型與攜帶型條碼印表機訂單，以及美國客戶的工業條碼印表機訂單，10 月已開始大量出貨。基於工業條碼印表機營收佔比上揚，我們預估 4Q19 毛利率將進一步季增 1 個百分點至 38.7%，每股盈餘則年持平於 5.17 元。

工業條碼印表機營收貢獻提升，帶動產品組合改善。雖然管理層保守看待歐洲總體需求，但仍將透過工業條碼印表機來優化產品組合以及 DLS 綜效顯現，目標 2020 年成長率領先產業。此外，我們預料鼎翰將把握中國客戶的需求上揚契機，趁中國反美情緒高漲之際使其改採用鼎翰品牌產品。凱基大致維持 2020 年每股盈餘預估 20.91 元不變，年增 12%。

投資建議

研究部將目標價上調至 324 元，係基於未來 12 個月每股盈餘預估 20.26 元的 16 倍目標本益比，重申「增加持股」評等。

投資風險

條碼印表機產品價格競爭加劇；新台幣升值。

主要財務數據及估值

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入 (NT\$百萬)	3,437	3,706	3,925	5,887	6,398
營業毛利 (NT\$百萬)	1,560	1,673	1,814	2,239	2,400
營業利益 (NT\$百萬)	692	771	870	1,008	1,109
稅後淨利 (NT\$百萬)	545	618	688	771	887
每股盈餘 (NT\$)	14.15	16.02	17.84	18.60	20.91
每股現金股利 (NT\$)	10.00	10.00	10.00	10.75	12.00
每股盈餘成長率 (%)	(6.5)	13.2	11.3	4.2	12.4
本益比 (x)	17.9	15.8	14.2	13.6	12.1
股價淨值比 (x)	4.6	3.7	3.5	3.4	3.1
EV/EBITDA (x)	11.3	8.6	6.9	6.7	6.1
淨負債比率 (%)	35.5	22.5	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.0	4.0	4.0	4.2	4.7
股東權益報酬率 (%)	27.1	25.9	25.2	26.1	26.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q19 財報與 4Q19 獲利預估調整暨市場共識比較

百萬元	3Q19							4Q19F						
	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	1,478	1,480	(0.1)	(1.3)	59.3	1,505	(1.8)	1,621	1,621	0.0	9.6	52.7	1,466	10.6
毛利	558	544	2.5	0.5	28.1	549	1.7	628	628	0.0	12.5	21.3	531	18.3
營業利益	256	238	7.8	3.3	25.5	257	(0.0)	300	300	0.0	17.1	13.5	239	25.7
稅後淨利	181	182	(0.8)	(12.0)	12.8	216	(16.3)	219	219	0.0	21.3	10.1	184	19.2
每股盈餘 (元)	4.26	4.29	(0.8)	(12.0)	2.5	5.30	(19.6)	5.17	5.17	0.0	21.3	0.0	4.56	13.4
毛利率 (%)	37.8	36.8	1.0 ppts	0.7 ppts	(9.2) ppts	36.5	1.3 ppts	38.7	38.7	0.0 ppts	1.0 ppts	(10.0) ppts	36.2	2.5 ppts
營利率 (%)	17.4	16.1	1.3 ppts	0.8 ppts	(4.7) ppts	17.0	0.3 ppts	18.5	18.5	0.0 ppts	1.2 ppts	(6.4) ppts	16.3	2.2 ppts
淨利率 (%)	12.2	12.3	(0.1) ppts	(1.5) ppts	(5.0) ppts	14.3	(2.1) ppts	13.5	13.5	0.0 ppts	1.3 ppts	(5.2) ppts	12.6	1.0 ppts

資料來源：Bloomberg, 凱基

圖 2：2019-20 年財測修正暨市場預估比較

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	5,887	5,889	(0.0)	50.0	5,876	0.2	6,398	6,401	(0.0)	8.7	6,670	(4.1)
毛利	2,239	2,225	0.6	23.4	2,180	2.7	2,400	2,401	(0.1)	7.2	2,508	(4.3)
營業利益	1,008	989	1.9	15.8	1,013	(0.5)	1,109	1,110	(0.1)	10.1	1,237	(10.3)
稅後淨利	771	772	(0.2)	12.1	797	(3.3)	887	888	(0.1)	15.0	962	(7.8)
每股盈餘 (元)	18.60	18.21	2.1	4.2	19.13	(2.8)	20.91	20.92	(0.1)	12.4	23.90	(12.5)
毛利率 (%)	38.0	37.8	0.2 ppts	(8.2) ppts	37.1	0.9 ppts	37.5	37.5	(0.0) ppts	(0.5) ppts	37.6	(0.1) ppts
營利率 (%)	17.1	16.8	0.3 ppts	(5.1) ppts	17.2	(0.1) ppts	17.3	17.3	(0.0) ppts	0.2 ppts	18.5	(1.2) ppts
淨利率 (%)	13.1	13.1	(0.0) ppts	(4.4) ppts	13.6	(0.5) ppts	13.9	13.9	(0.0) ppts	0.8 ppts	14.4	(0.6) ppts

資料來源：Bloomberg, 凱基

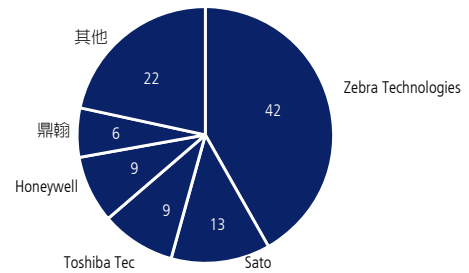
圖 3：公司概況

鼎翰前身為台半(5425 TT, NT\$49.30, 未評等)事務機器事業處，於 2007 年分割獨立上市，成為台半子公司。鼎翰主要從事條碼印表機製造，全球市占率達 6%，為全球第五大條碼印表機廠商，以 2018 年營收比重來區分，53%為桌上型，28%為工業型，4%為攜帶型，15%為耗材及相關周邊產品。鼎翰為條碼印表機產業中游業者，生產基地位於宜蘭。鼎翰 2019 年 2 月併購美國 Diversified Labeling Solutions (DLS)。

資料來源：凱基

圖 4：鼎翰條碼印表機市占率 6%，為全球第五大生產商

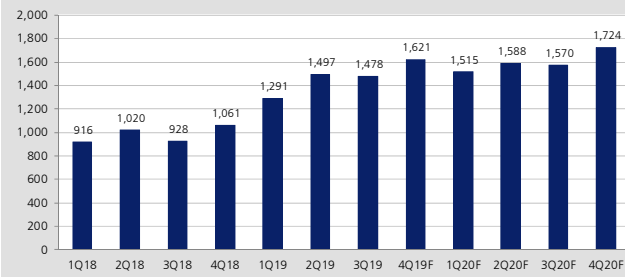
各品牌市佔率，百分比



資料來源：凱基

圖 5：季營業收入

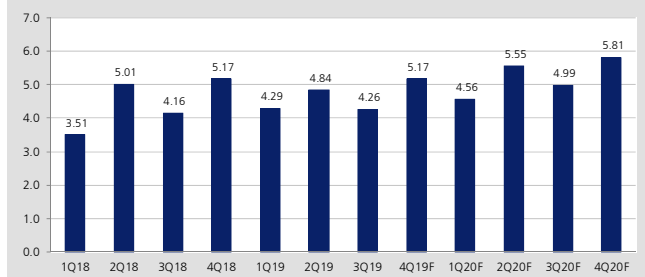
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

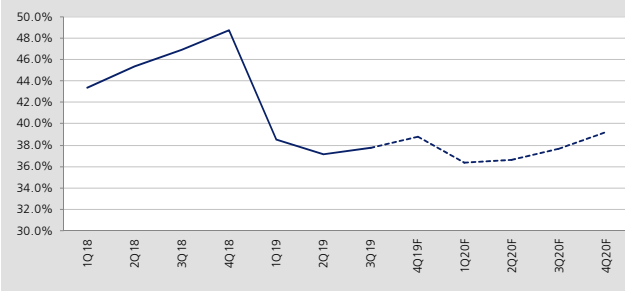
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估本益比區間

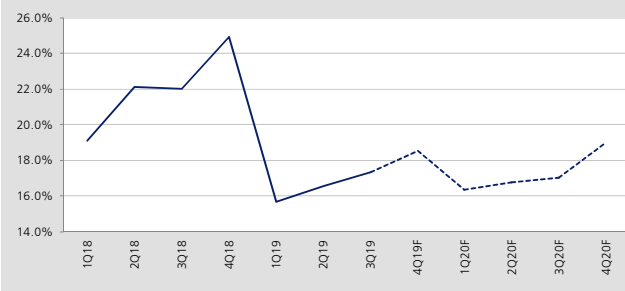
股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

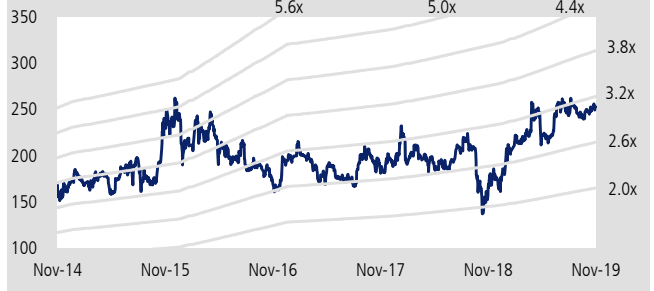
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

損益表

	季度				年度				年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19A	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,291	1,497	1,478	1,621	1,515	1,588	1,570	1,724	3,925	5,887	6,398
營業成本	(794)	(942)	(920)	(993)	(964)	(1,007)	(979)	(1,048)	(2,111)	(3,649)	(3,999)
營業毛利	497	556	558	628	552	581	591	676	1,814	2,239	2,400
營業費用	(294)	(307)	(302)	(327)	(304)	(315)	(323)	(348)	(944)	(1,231)	(1,290)
營業利益	203	248	256	300	248	267	267	328	870	1,008	1,109
折舊	(36)	(47)	(48)	82	(13)	(13)	(13)	(13)	(47)	(49)	(52)
攤提	(17)	(19)	(19)	(2)	(14)	(14)	(14)	(14)	(58)	(57)	(55)
EBITDA	256	314	323	220	275	293	294	354	975	1,114	1,217
利息收入	1	1	1	1	1	1	1	1	10	4	4
投資利益淨額	-	34	-	-	-	37	-	-	34	34	37
其他營業外收入	17	29	6	7	45	45	20	6	254	59	116
總營業外收入	18	65	7	8	46	83	21	7	298	98	157
利息費用	(10)	(12)	(12)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(24)	(41)	(24)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(11)	(22)	(5)	(10)	(30)	(30)	-	-	(223)	(48)	(60)
總營業外費用	(21)	(34)	(17)	(16)	(36)	(36)	(6)	(6)	(247)	(89)	(84)
稅前純益	199	279	246	292	258	314	282	329	922	1,017	1,183
所得稅費用[利益]	(34)	(74)	(65)	(73)	(64)	(79)	(71)	(82)	(234)	(246)	(296)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	166	205	181	219	193	236	212	246	688	771	887
非常項目	(0)	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	166	205	181	219	193	236	212	246	688	771	887
每股盈餘 (NT\$)	4.29	4.84	4.26	5.17	4.56	5.55	4.99	5.81	17.84	18.60	20.91
獲利率 (%)											
營業毛利率	38.5	37.1	37.8	38.7	36.4	36.6	37.6	39.2	46.2	38.0	37.5
營業利益率	15.7	16.6	17.4	18.5	16.4	16.8	17.0	19.0	22.2	17.1	17.3
EBITDA Margin	19.9	21.0	21.9	13.6	18.1	18.5	18.7	20.6	24.8	18.9	19.0
稅前純益率	15.4	18.6	16.7	18.0	17.0	19.8	18.0	19.1	23.5	17.3	18.5
稅後純益率	12.8	13.7	12.2	13.5	12.8	14.8	13.5	14.3	17.5	13.1	13.9
季成長率 (%)											
營業收入	21.7	16.0	(1.3)	9.6	(6.5)	4.8	(1.2)	9.8			
營業毛利	(4.0)	11.8	0.5	12.5	(12.2)	5.4	1.6	14.5			
營業收益增長	(23.5)	22.5	3.3	17.1	(17.5)	7.6	0.2	22.6			
EBITDA	(12.2)	22.4	3.0	(31.8)	24.6	6.8	0.2	20.5			
稅前純益	(25.1)	40.1	(11.8)	18.8	(11.8)	21.8	(10.1)	16.4			
稅後純益	(16.9)	24.1	(12.0)	21.3	(11.8)	21.8	(10.1)	16.4			
年成長率 (%)											
營業收入	41.0	46.7	59.3	52.7	17.4	6.1	6.2	6.4	5.9	50.0	8.7
營業毛利	25.1	19.9	28.1	21.3	11.0	4.7	5.8	7.7	8.4	23.4	7.2
營業收益	15.6	9.9	25.5	13.5	22.3	7.4	4.2	9.1	12.9	15.8	10.1
EBITDA	27.9	24.8	39.9	(24.5)	7.1	(6.5)	(9.0)	60.8	12.0	14.3	9.2
稅前純益	11.2	4.2	17.9	9.9	29.5	12.6	14.7	12.4	19.3	10.3	16.3
稅後純益	22.5	6.3	12.8	10.1	16.8	14.6	17.1	12.4	11.3	12.1	15.0

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
資產總額	4,809	5,442	5,616	6,514	7,056
流動資產	2,121	2,459	2,798	3,739	4,322
現金及短期投資	760	1,030	1,282	1,370	1,753
存貨	612	697	642	1,109	1,212
應收帳款及票據	592	660	772	1,158	1,255
其他流動資產	157	71	102	102	102
非流動資產	2,688	2,983	2,818	2,774	2,734
長期投資	342	793	587	592	600
固定資產	633	639	633	641	648
什項資產	1,713	1,551	1,598	1,541	1,486
負債總額	2,705	2,780	2,816	3,398	3,563
流動負債	1,187	2,574	2,591	3,173	3,338
應付帳款及票據	448	546	630	1,089	1,191
短期借款	252	1,629	291	291	291
什項負債	487	399	1,670	1,793	1,856
長期負債	1,519	205	225	225	225
長期借款	1,242	-	-	-	-
其他負債及準備	277	205	225	225	225
股東權益總額	2,104	2,662	2,800	3,115	3,493
普通股本	386	386	386	386	386
保留盈餘	927	1,105	1,346	1,661	2,038
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
年成長率					
營業收入	29.3%	7.8%	5.9%	50.0%	8.7%
營業收益增長	(5.9%)	11.4%	12.9%	15.8%	10.1%
EBITDA	1.5%	10.8%	12.0%	14.3%	9.2%
稅後純益	(5.5%)	13.3%	11.3%	12.1%	15.0%
每股盈餘成長率	(6.5%)	13.2%	11.3%	4.2%	12.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	45.4%	45.2%	46.2%	38.0%	37.5%
營業利益率	20.1%	20.8%	22.2%	17.1%	17.3%
EBITDA Margin	22.9%	23.5%	24.8%	18.9%	19.0%
稅後純益率	15.9%	16.7%	17.5%	13.1%	13.9%
平均資產報酬率	12.3%	12.1%	12.4%	12.7%	13.1%
股東權益報酬率	27.1%	25.9%	25.2%	26.1%	26.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	71.0%	61.2%	10.4%	9.3%	8.3%
淨負債比率	35.5%	22.5%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	25.9	35.3	39.6	25.8	50.3
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.3	0.7	0.7	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	14.6	24.9	35.3	12.9	37.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.5	0.3	2.7	1.6	2.8
流動比率 (x)	1.8	1.0	1.1	1.2	1.3
速動比率 (x)	1.3	0.7	0.8	0.8	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	746	600	(991)	(1,079)	(1,461)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	14.15	16.02	17.84	18.60	20.91
每股現金盈餘 (NT\$)	10.75	14.55	21.85	12.81	21.16
每股淨值 (NT\$)	54.56	69.04	72.64	73.43	82.33
調整後每股淨值 (NT\$)	54.62	69.04	72.64	75.14	82.33
每股營收 (NT\$)	89.24	96.12	101.80	141.99	150.79
EBITDA/Share (NT\$)	20.40	22.58	25.29	26.87	28.67
每股現金股利 (NT\$)	10.00	10.00	10.00	10.75	12.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.77	0.72	0.71	0.97	0.94
應收帳款周轉天數	63.1	65.0	71.8	71.8	71.8
存貨周轉天數	119.2	125.2	110.9	110.9	110.9
應付帳款周轉天數	87.4	98.1	109.0	109.0	109.0
現金轉換周轉天數	94.9	92.1	73.7	73.7	73.7

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入	3,437	3,706	3,925	5,887	6,398
營業成本	(1,878)	(2,032)	(2,111)	(3,649)	(3,999)
營業毛利	1,560	1,673	1,814	2,239	2,400
營業費用	(868)	(903)	(944)	(1,231)	(1,290)
營業利益	692	771	870	1,008	1,109
總營業外收入	139	182	298	98	157
利息收入	8	6	10	4	4
投資利益淨額	24	24	34	34	37
其他營業外收入	106	152	254	59	116
總營業外費用	(121)	(180)	(247)	(89)	(84)
利息費用	(28)	(23)	(24)	(41)	(24)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(93)	(157)	(223)	(48)	(60)
稅前純益	709	773	922	1,017	1,183
所得稅費用[利益]	(164)	(155)	(234)	(246)	(296)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	-	(0)	-	-
稅後淨利	545	618	688	771	887
EBITDA	786	871	975	1,114	1,217
每股盈餘 (NT\$)	14.15	16.02	17.84	18.60	20.91

現金流量

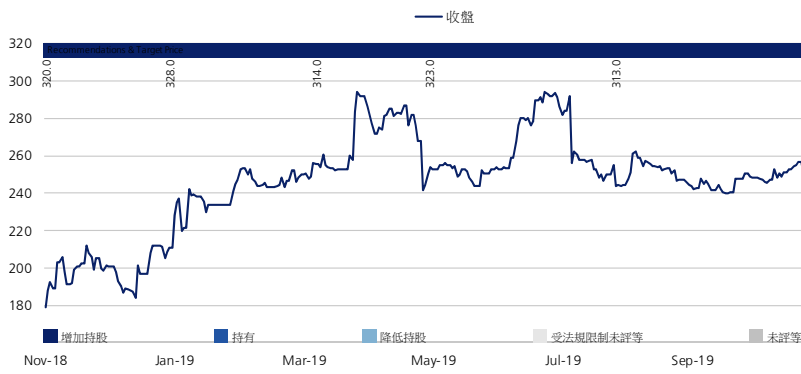
NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營運活動之現金流量	414	561	842	531	898
本期純益	545	618	688	771	887
折舊及攤提	94	100	105	106	107
本期運用資金變動	(306)	(55)	28	(341)	(89)
其他營業資產及負債變動	80	(101)	22	(5)	(8)
投資活動之現金流量	(1,347)	(25)	(40)	(57)	(60)
投資用短期投資出售[新購]	(75)	(75)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(140)	(53)	(62)	(57)	(60)
其他資產變動	(1,131)	104	21	(0)	0
自由現金流	127	555	663	415	736
融資活動之現金流量	(234)	(253)	(547)	(386)	(456)
短期借款變動	(20)	300	(154)	-	-
長期借款變動	96	(181)	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(385)	(386)	(386)	(386)	(456)
其他融資現金流	75	13	(7)	0	(0)
匯率影響數	8	(1)	(3)	-	-
本期產生現金流量	(1,159)	282	253	88	382
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
1 - 營業成本/營業收入	45.4%	45.2%	46.2%	38.0%	37.5%
- 銷管費用/營業收入	25.3%	24.4%	24.0%	20.9%	20.2%
= 營業利益率	20.1%	20.8%	22.2%	17.1%	17.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	(0.2)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2
= 資本周轉率	1.2	1.4	2.7	3.5	3.9
營業利益率	20.1%	20.8%	22.2%	17.1%	17.3%
x 資本周轉率	1.2	1.4	2.7	3.5	3.9
x (1 - 有效現金稅率)	76.9%	79.9%	74.6%	75.8%	75.0%
= 稅後 ROIC	19.2%	23.0%	44.9%	45.8%	50.2%

資料來源：公司資料，凱基

鼎翰科技 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-08-16	增加持股	313.0	244.5
2019-08-12	增加持股	313.0	255.0
2019-06-19	增加持股	323.0	253.0
2019-05-15	增加持股	323.0	250.5
2019-05-10	增加持股	314.0	268.0
2019-03-22	增加持股	314.0	255.5
2019-01-11	增加持股	328.0	211.0
2018-11-07	增加持股	320.0	179.5
2018-08-27	增加持股	320.0	250.0
2018-08-20	增加持股	320.0	234.0

資料來源：TEJ，凱基

貿聯-KY

(3665.TW/3665 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	212.0
12 個月目標價 (NT\$)	260.0
前次目標價 (NT\$)	260.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	22.6

焦點內容

匯兌挹注 3Q19 獲利優於預期。管理層預估 4Q19 營收季成長，重申 2020 年營收年增 10% 目標，看好車用成長性領先其餘部門。我們維持 2019-20 年獲利預估與「增加持股」評等。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	25.13 / 825
流通在外股數(百萬股)：	118.5
外資持有股數(百萬股)：	60.31
3M 平均成交量(百萬股)：	1.16
52 週股價(低\高)(NT\$)：	176.5 -248.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-2.5	1	14.6
相對表現 (%)	-13.2	-7.6	-2.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	1.94A	2.37A	3.72A	3.84A
2019	2.81A	4.17A	4.48F	3.72F
2020	3.70F	4.21F	4.40F	4.65F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

梁姿嫻, CFA
886.2.2181.8728
jenliang@kgi.com

黃新迪
886.2.2181.8745
roger.huang@kgi.com

李承泰
886.2.2181.8729
terry.lee@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

匯兌挹注 3Q19 獲利優於預期；2020 年成長展望穩健

重要訊息

貿聯-KY (貿聯) 公布 3Q19 每股盈餘 4.48 元，季增 7%、年增 20%。

評論及分析

3Q19 營利率合乎預期，匯兌收益加持每股盈餘優於預期。 3Q19 毛利率季增 2.0 個百分點至 25%，優於凱基及市場預估 1.7 個百分點；營利率 10.2% 則符合凱基及市場預期。管理層將毛利率回升歸因於產品組合轉優，電器線束業務毛利率進一步改善及人民幣走貶。研發費用增加以及承銷費用使用率拉高至 14.8%。匯兌利益 9,200 萬元加持每股盈餘季增 7%、年增 20% 至 4.48 元，高於凱基預估 7%、市場預估 12%。累計 1Q-3Q19 每股盈餘年增 43% 至 11.46 元。

我們維持 2019-20 年每股盈餘預估 15.18 元、16.96 元，年增 28%、12%。 管理層預估 4Q19 營收季增，惟業務在全球貿易戰氛圍下持續存在不確定性。反映 IT 業務下修，我們微調 4Q19 營收預估至 58.1 億元，季增 2%、年增 3%。因同時上修毛利率及營業費用，4Q19 營業利益率維持原預估 10.3%。綜上，我們下修 4Q19 每股盈餘至 3.72 元，2019 年每股盈餘預估則大致維持在 15.18 元。展望 2020 年，管理層目標三大主要業務保持穩定成長，亮點包括 IT 線束新專案、Tesla 電動車產量爬坡及電器線束客戶新產品上市。我們預估 2020 年車用成長性將領先其餘事業，預估 Tesla 營收貢獻成長 21%，占年營收 8.5%。在上海 Gigafactory 產能逐漸拉升及 Model Y 交付的帶動下，我們預估 2020 年 Tesla 的交付量將自今年 36 萬輛提升至 50 萬輛。我們上修 2020 年車用營收 6% 及下修 IT 業務營收 4% 後，將合併營收調降至 253 億元，年增 10%；2020 年每股盈餘預估則為 16.96 元，年增 12%。

投資建議

我們維持 12 個月目標價 260 元，相當於 2020 年每股盈餘預估 16.96 元的 15.4 倍(其中電動車業務以 20 倍、其餘以 15 倍本益比評價)。維持「增加持股」評等。

投資風險

景氣動向不明。

主要財務數據及估值

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入 (NT\$百萬)	9,208	15,599	21,392	23,050	25,347
營業毛利 (NT\$百萬)	2,744	3,805	4,590	5,489	6,077
營業利益 (NT\$百萬)	1,018	1,548	1,789	2,254	2,622
稅後淨利 (NT\$百萬)	910	1,162	1,392	1,791	2,001
每股盈餘 (NT\$)	9.23	10.68	11.86	15.18	16.96
每股現金股利 (NT\$)	6.31	7.00	7.50	9.82	10.97
每股盈餘成長率 (%)	11.2	15.8	11.0	28.0	11.7
本益比 (x)	23.0	19.9	17.9	14.0	12.5
股價淨值比 (x)	4.1	3.2	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA (x)	15.9	11.3	10.4	7.9	7.0
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.0	3.3	3.5	4.6	5.2
股東權益報酬率 (%)	18.7	18.0	16.8	19.2	20.0

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：公司業務一覽表

	應用領域	產品	佔營收比重 (%)		預估成長 (%)
			2019F	2020F	2020F
IT	超薄商用筆電、平板電腦、伺服器、資料中心	訊號傳輸線、dongle、擴充基座、hub集線器	45	46	12
電器線束	家電	電線、訊號傳輸線、卷線盤、泵、線束、國際插頭、連接器	25	25	8
車用	電動車、冷凍貨櫃車、雪車、越野車、運動用快艇	車用主線束、倒車雷達線束、車內娛樂系統線束、定置型電池儲能裝置、電動車用電池管理系統線組(BMS)、電動車supercharger充電站內部線束、電動車充電槍	17	18	14
醫療	CT斷層掃描、MRI核磁顯影、自動分析儀	CT及MRI機內線、自動分析儀電子線束	5	5	9
工業	半導體廠設備、工廠自動化設備、客機艙冷卻設備、機上娛樂系統	訊號傳輸線、電子線束	5	5	10
光通訊	光纖通訊	Fused WDMs熔融合波多工器、fused couplers熔燒式耦合器	1	1	(7)
太陽能	太陽能	太陽能接線盒、太陽能連接線、太陽能連接器	0	0	-

資料來源：公司資料；凱基

圖 2：3Q19 財報與 4Q19 獲利預估調整暨市場共識比較

百萬元	3Q19						4Q19F							
	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	5,764	6,244	(7.7)	(3.8)	1.5	6,126	(5.9)	5,811	6,272	(7.4)	0.8	1.4	6,104	(4.8)
毛利	1,442	1,458	(1.1)	4.6	11.8	1,431	0.8	1,393	1,473	(5.5)	(3.4)	8.1	1,436	(3.0)
營業利益	590	635	(7.0)	(2.9)	5.5	617	(4.3)	659	644	2.3	11.6	20.3	614	7.2
稅後淨利	528	492	7.4	7.3	20.7	482	9.7	439	495	(11.3)	(16.9)	(2.5)	485	(9.5)
每股盈餘 (元)	4.48	4.17	7.4	7.3	20.3	3.98	12.4	3.72	4.20	(11.3)	(16.9)	(3.0)	4.18	(11.0)
毛利率 (%)	25.0	23.3	1.7 ppts	2.0 ppts	2.3 ppts	23.4	1.7 ppts	24.0	23.5	0.5 ppts	(1.1) ppts	1.5 ppts	23.5	0.4 ppts
營利率 (%)	10.2	10.2	0.1 ppts	0.1 ppts	0.4 ppts	10.1	0.2 ppts	10.3	10.3	0.0 ppts	0.0 ppts	0.7 ppts	10.1	0.2 ppts
淨利率 (%)	9.2	7.9	1.3 ppts	0.9 ppts	1.5 ppts	7.9	1.3 ppts	7.6	7.9	(0.3) ppts	(1.6) ppts	(0.3) ppts	7.9	(0.4) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：2019-20 年獲利預估調整暨市場共識比較

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	23,050	23,991	(3.9)	7.7	23,725	(2.8)	25,347	26,149	(3.1)	10.0	25,674	(1.3)
毛利	5,489	5,585	(1.7)	19.6	5,541	(0.9)	6,077	6,129	(0.9)	10.7	6,039	0.6
營業利益	2,331	2,361	(1.3)	30.3	2,310	0.9	2,583	2,620	(1.4)	10.8	2,624	(1.6)
稅後淨利	1,791	1,810	(1.1)	28.6	1,754	2.1	2,001	2,000	0.0	11.7	1,999	0.1
每股盈餘 (元)	15.18	15.35	(1.1)	28.0	14.71	3.2	16.96	16.96	(0.0)	11.7	16.74	1.4
毛利率 (%)	23.8	23.3	0.5 ppts	2.4 ppts	23.4	0.5 ppts	24.0	23.4	0.5 ppts	0.2 ppts	23.5	0.5 ppts
營利率 (%)	9.9	9.8	0.0 ppts	1.5 ppts	9.7	0.1 ppts	10.0	10.0	(0.0) ppts	0.2 ppts	10.2	(0.2) ppts
淨利率 (%)	7.8	7.5	0.2 ppts	1.3 ppts	7.4	0.4 ppts	7.9	7.7	0.2 ppts	0.1 ppts	7.8	0.1 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

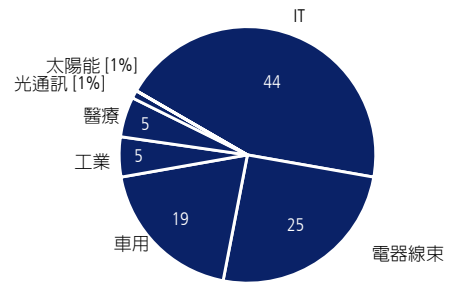
圖 4：公司概況

貿聯-KY 集團 (Bizlink) 成立於 1996 年，總部位於美國加州矽谷 (Fremont, California)，於 2011 年以貿聯-KY 在台灣掛牌上市；其產品以線束組裝、連接器為主；應用別則由 IT 產業拓展到工業、車用、醫療、太陽能等少量多樣且具技術進入障礙之產業。公司於 2017 年 5 月收購 Leoni AG (德) 的電器線束 (EA) 業務，將電源線納入其業務版圖。

資料來源：凱基

圖 5：電器線束、IT 及車用產品比重最高

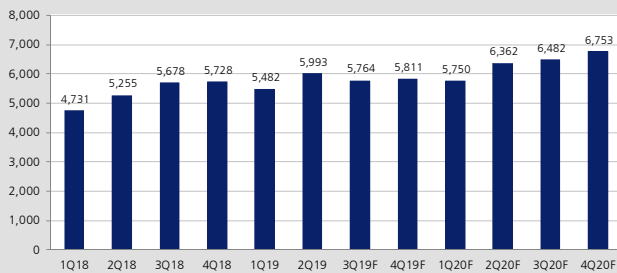
3Q19 產品應用佔營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 6：季營收入

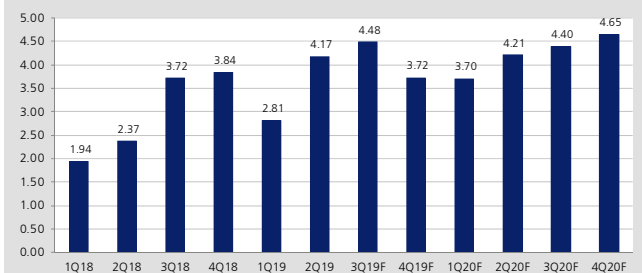
營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7：每股盈利

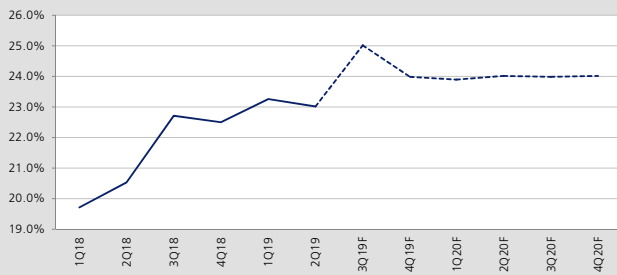
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8：毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：未來一年預估本益比區間

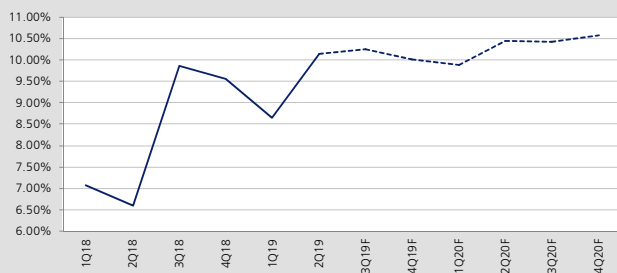
股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

圖 10：營業利潤率

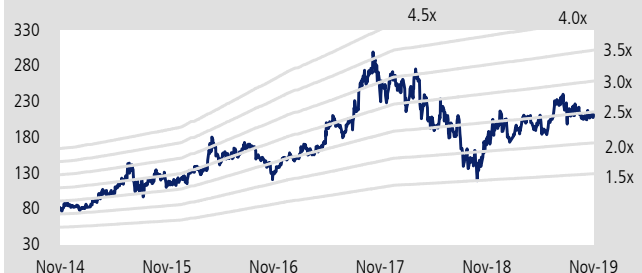
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	5,482	5,993	5,764	5,811	5,750	6,362	6,482	6,753	21,392	23,050	25,347
營業成本	(4,207)	(4,615)	(4,322)	(4,418)	(4,377)	(4,834)	(4,928)	(5,132)	(16,803)	(17,561)	(19,270)
營業毛利	1,275	1,379	1,442	1,393	1,374	1,528	1,554	1,621	4,590	5,489	6,077
營業費用	(801)	(771)	(852)	(811)	(805)	(864)	(879)	(907)	(2,801)	(3,235)	(3,455)
營業利益	474	608	590	582	569	664	675	714	1,789	2,254	2,622
折舊	(150)	(178)	(95)	43	(111)	(111)	(111)	(111)	(334)	(380)	(443)
攤提	(29)	(29)	(25)	(16)	(23)	(23)	(23)	(23)	(101)	(99)	(90)
EBITDA	653	816	710	554	702	797	808	847	2,223	2,810	3,115
利息收入	8	14	13	13	13	13	13	13	40	48	52
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	45	75	103	10	10	10	10	10	224	232	40
總營業外收入	53	88	116	23	23	23	23	23	264	280	92
利息費用	(24)	(25)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(52)	(75)	(53)
投資損失	(1)	(4)	-	-	-	-	-	-	(3)	(5)	-
其他營業外費用	(70)	(19)	(10)	(20)	(10)	(10)	(10)	(10)	(140)	(119)	(40)
總營業外費用	(95)	(48)	(23)	(33)	(23)	(23)	(23)	(23)	(195)	(199)	(93)
稅前純益	432	648	683	572	569	664	675	714	1,858	2,335	2,621
所得稅費用[利益]	(100)	(154)	(154)	(131)	(131)	(166)	(155)	(164)	(458)	(539)	(616)
少數股東損益	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(7)	(5)	(4)
非常項目稅後純益	331	492	528	439	437	497	519	549	1,392	1,791	2,001
非常項目	0	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	331	492	528	439	437	497	519	549	1,392	1,791	2,001
每股盈餘 (NT\$)	2.81	4.17	4.48	3.72	3.70	4.21	4.40	4.65	11.86	15.18	16.96
獲利率 (%)											
營業毛利率	23.3	23.0	25.0	24.0	23.9	24.0	24.0	24.0	21.5	23.8	24.0
營業利益率	8.6	10.1	10.2	10.0	9.9	10.4	10.4	10.6	8.4	9.8	10.3
EBITDA Margin	11.9	13.6	12.3	9.5	12.2	12.5	12.5	12.5	10.4	11.9	12.1
稅前純益率	7.9	10.8	11.8	9.8	9.9	10.4	10.4	10.6	8.7	10.1	10.3
稅後純益率	6.0	8.2	9.2	7.6	7.6	7.8	8.0	8.1	6.5	7.8	7.9
季成長率 (%)											
營業收入	(4.3)	9.3	(3.8)	0.8	(1.0)	10.6	1.9	4.2			
營業毛利	(1.1)	8.1	4.6	(3.4)	(1.4)	11.2	1.7	4.3			
營業收益增長	(13.5)	28.3	(2.9)	(1.5)	(2.2)	16.7	1.7	5.8			
EBITDA	(1.9)	24.9	(12.9)	(21.9)	26.6	13.5	1.4	4.9			
稅前純益	(27.7)	50.1	5.3	(16.3)	(0.5)	16.7	1.7	5.8			
稅後純益	(26.5)	48.6	7.3	(16.9)	(0.5)	13.7	4.4	5.8			
年成長率 (%)											
營業收入	15.9	14.0	1.5	1.4	4.9	6.1	12.5	16.2	37.1	7.7	10.0
營業毛利	36.7	27.8	11.8	8.1	7.7	10.8	7.7	16.4	20.6	19.6	10.7
營業收益	41.6	75.4	5.5	6.2	20.0	9.2	14.3	22.8	15.5	26.0	16.3
EBITDA	49.0	82.0	5.8	(16.7)	7.5	(2.3)	13.8	52.8	17.6	26.4	10.9
稅前純益	63.7	64.8	13.2	(4.3)	31.7	2.4	(1.2)	24.9	23.4	25.7	12.3
稅後純益	46.7	76.8	20.7	(2.5)	31.8	0.9	(1.8)	25.0	19.8	28.6	11.7

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
資產總額	9,946	13,849	17,736	19,320	20,465
流動資產	7,630	9,890	13,485	14,533	15,131
現金及短期投資	3,614	1,741	3,565	3,929	3,613
存貨	1,674	3,240	4,457	4,330	4,739
應收帳款及票據	2,106	4,518	5,138	5,683	6,233
其他流動資產	235	390	324	591	547
非流動資產	2,317	3,959	4,251	4,787	5,335
長期投資	286	497	601	895	1,195
固定資產	1,554	2,095	2,222	2,562	2,899
什項資產	476	1,367	1,429	1,330	1,240
負債總額	4,615	6,260	8,675	9,604	10,055
流動負債	2,303	5,775	5,360	7,342	7,524
應付帳款及票據	1,292	3,434	3,965	4,330	4,739
短期借款	96	1,032	102	1,142	791
什項負債	915	1,308	1,292	1,870	1,995
長期負債	2,312	485	3,315	2,262	2,531
長期借款	2,233	404	3,233	2,180	2,449
其他負債及準備	79	81	83	83	83
股東權益總額	5,332	7,589	9,061	9,693	10,397
普通股本	1,030	1,156	1,185	1,185	1,185
保留盈餘	1,979	2,323	2,507	3,133	3,834
少數股東權益	-	-	55	60	64
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
年成長率					
營業收入	9.4%	69.4%	37.1%	7.7%	10.0%
營業收益增長	29.5%	52.1%	15.5%	26.0%	16.3%
EBITDA	26.9%	52.5%	17.6%	26.4%	10.9%
稅後純益	19.7%	27.8%	19.8%	28.6%	11.7%
每股盈餘成長率	11.2%	15.8%	11.0%	28.0%	11.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	29.8%	24.4%	21.5%	23.8%	24.0%
營業利益率	11.1%	9.9%	8.4%	9.8%	10.3%
EBITDA Margin	13.5%	12.1%	10.4%	11.9%	12.1%
稅後純益率	9.9%	7.5%	6.5%	7.8%	7.9%
平均資產報酬率	10.7%	9.8%	8.8%	10.0%	9.9%
股東權益報酬率	18.7%	18.0%	16.8%	19.2%	20.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	43.7%	18.9%	36.8%	34.2%	31.1%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	27.2	46.5	36.7	32.0	50.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.6	0.9	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	26.1	3.8	16.5	30.3	38.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	8.2	0.1	5.6	1.9	2.4
流動比率 (x)	3.3	1.7	2.5	2.0	2.0
速動比率 (x)	2.6	1.2	1.7	1.4	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	(88)	(248)	(225)	(602)	(368)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	9.23	10.68	11.86	15.18	16.96
每股現金盈餘 (NT\$)	11.75	1.15	7.29	19.33	17.38
每股淨值 (NT\$)	51.78	65.67	75.99	81.28	87.19
調整後每股淨值 (NT\$)	54.06	69.72	76.69	81.66	87.59
每股營收 (NT\$)	93.36	143.31	182.17	195.39	214.87
EBITDA/Share (NT\$)	12.57	17.37	18.93	23.82	26.41
每股現金股利 (NT\$)	6.31	7.00	7.50	9.82	10.97
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.08	1.31	1.35	1.28	1.30
應收帳款周轉天數	83.7	105.7	87.7	90.0	90.0
存貨周轉天數	94.8	100.3	96.8	90.0	90.0
應付帳款周轉天數	73.2	106.3	86.1	90.0	90.0
現金轉換周轉天數	105.3	99.7	98.4	90.0	90.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營業收入	9,208	15,599	21,392	23,050	25,347
營業成本	(6,464)	(11,794)	(16,803)	(17,561)	(19,270)
營業毛利	2,744	3,805	4,590	5,489	6,077
營業費用	(1,725)	(2,257)	(2,801)	(3,235)	(3,455)
營業利益	1,018	1,548	1,789	2,254	2,622
總營業外收入	246	102	264	280	92
利息收入	31	18	40	48	52
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	215	84	224	232	40
總營業外費用	(102)	(145)	(195)	(199)	(93)
利息費用	(44)	(33)	(52)	(75)	(53)
投資損失	(1)	(1)	(3)	(5)	-
其他營業外費用	(57)	(111)	(140)	(119)	(40)
稅前純益	1,162	1,505	1,850	2,335	2,621
所得稅費用[利益]	(252)	(343)	(458)	(539)	(616)
少數股東損益	-	-	(7)	(5)	(4)
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	910	1,162	1,392	1,791	2,001
EBITDA	1,240	1,891	2,223	2,810	3,115
每股盈餘 (NT\$)	9.23	10.68	11.86	15.18	16.96

現金流量

NT\$百萬	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
營運活動之現金流量	1,159	125	856	2,281	2,050
本期純益	910	1,162	1,392	1,791	2,001
折舊及攤提	222	343	435	479	533
本期運用資金變動	(206)	(1,836)	(1,306)	(61)	(454)
其他營業資產及負債變動	233	456	336	72	(30)
投資活動之現金流量	(1,667)	(799)	(619)	(1,020)	(1,080)
投資用短期投資出售[新購]	-	(5)	(48)	-	-
本期長期投資變動	(905)	(121)	-	(300)	(300)
資本支出淨額	(577)	(383)	(499)	(720)	(780)
其他資產變動	(186)	(290)	(72)	(0)	0
自由現金流	212	(749)	(123)	1,392	1,185
融資活動之現金流量	2,088	(1)	1,672	(897)	(1,286)
短期借款變動	(131)	841	(841)	-	-
長期借款變動	100	125	(151)	(13)	(82)
現金增資	-	-	630	-	-
已支付普通股股息	(505)	(721)	(809)	(889)	(1,164)
其他融資現金流	2,624	(246)	2,844	5	4
匯率影響數	(356)	(59)	(34)		
本期產生現金流量	1,223	(733)	1,876	364	(316)
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
1 - 營業成本/營業收入	29.8%	24.4%	21.5%	23.8%	24.0%
- 銷管費用/營業收入	18.7%	14.5%	13.1%	14.0%	13.6%
= 營業利益率	11.1%	9.9%	8.4%	9.8%	10.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
= 資本周轉率	2.4	2.3	2.6	2.8	2.8
營業利益率	11.1%	9.9%	8.4%	9.8%	10.3%
x 資本周轉率	2.4	2.3	2.6	2.8	2.8
x (1 - 有效現金稅率)	78.3%	77.2%	75.3%	76.9%	76.5%
= 稅後 ROIC	20.8%	17.4%	16.2%	20.9%	22.5%

資料來源：公司資料，凱基

貿聯-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-08-12	增加持股	260.0	228.5
2019-05-10	增加持股	239.0	207.5
2019-03-18	持有	216.0	216.0
2019-03-14	持有	216.0	209.0
2018-11-09	持有	176.0	181.0
2018-10-16	增加持股	176.0	139.0
2018-08-10	持有	218.0	211.0
2018-05-11	增加持股	277.0	218.5
2018-04-10	增加持股	306.0	242.0
2018-03-14	持有	302.0	294.5

資料來源：TEJ，凱基

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

保瑞

(6472.TW/6472 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	162.5
12 個月目標價 (NT\$)	239.0
前次目標價 (NT\$)	223.0
調升 (%)	7.2
上漲空間 (%)	47.1

焦點內容

3Q19 產品組合明顯好轉，帶動毛利率自上季 42% 強勢擴張至 46%。在吸引到新委託生產訂單及消費者保健新產品上市下，我們看好毛利率維持高檔，營收規模持續提升。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	6.41 / 210.4
流通在外股數 (百萬股)：	39.42
外資持有股數 (百萬股)：	3.04
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.65
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	108.0 - 215.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	11.7	16.9	30
相對表現 (%)	1	8.3	12.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	10.44A	2.19A	0.89A	3.60A
2019	2.98A	2.50A	2.48F	2.49F
2020	2.69F	2.95F	3.57F	4.09F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

楊又穎
886.2.2181.8724
yy.yang@kgi.com

黃瑞安
886.2.2181.8743
juian.huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

產品組合優化促進毛利率擴張

重要訊息

保瑞公告 3Q19 營收 3.87 億元，季增 4%、年增 7%，每股盈餘 2.48 元，符合我們預期。

評論及分析

毛利率持續提升。在剔除低毛利的處方藥產品及 CDMO 產品後，產品組合明顯好轉，帶動 3Q19 毛利率自上季 42% 擴張至 46%。保瑞因新產品長效型氯化鉀錠(K-tab ER)即將上市在美成立子公司，使營業費用率自 16.7% 增至 19.0%。公司自估 4Q19 毛利率在 44-46%。

新產品上市增進產能利用率。保瑞正在推動 K-tab ER 的 2020 年美國上市計畫。K-tab ER 用於治療低血鉀(透析、化療或高醛固酮症造成之病症)。K-tab ER 的劑型設計不易，原因是高濃度的氯化鉀會刺激腸胃，造成噁心、嘔吐、腹痛與腹瀉的症狀。保瑞已吸引到美系學名藥廠委託生產 K-tab 的訂單。新成立的美國子公司將負責在美產品授權及與向外建立合作夥伴關係。公司自估 K-Tab ER 的推出將帶動竹南廠產能利用率由目前 30% 攀升至 2020 年底的 40-50%。

消費者保健(CHC)新產品 4Q19 上市。子公司宇泰欣擁有廣大經銷通路，且與台灣前兩大藥妝連鎖業者屈臣氏(港)、康是美(台;未上市)合作，協助保瑞成藥與消費者保健新產品的上市銷售事宜。宇泰欣為全球最大的順勢療法產品製造商 Boiron(法)的代理商。保瑞目標 2019 年消費者保健業務營收成長超過 30%。

投資建議

反映產品組合轉強帶動毛利率擴張而上調獲利預估，我們將目標價自 223 元上調至 239 元，估自更新後 2020 年每股盈餘預估 13.3 元的 18 倍。重申「增加持股」評等。

投資風險

代理及委託代工產品銷路欠佳；代理權不保、代工客戶轉單；品管瑕疵。

主要財務數據及估值

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營業收入 (NT\$百萬)	358	1,372	1,543	2,053	2,653
營業毛利 (NT\$百萬)	126	445	677	924	1,208
營業利益 (NT\$百萬)	19	187	407	622	861
稅後淨利 (NT\$百萬)	14	443	354	523	724
每股盈餘 (NT\$)	0.56	16.18	10.44	13.30	18.40
每股現金股利 (NT\$)	0.50	3.00	2.40	3.55	4.91
每股盈餘成長率 (%)	(47.4)	2813.0	(35.5)	27.4	38.4
本益比 (x)	292.6	10.0	15.6	12.2	8.8
股價淨值比 (x)	7.0	3.6	3.0	2.4	1.8
EV/EBITDA (x)	106.4	15.0	8.9	6.6	4.3
淨負債比率 (%)	Net cash	4.5	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.3	1.8	1.5	2.2	3.0
股東權益報酬率 (%)	2.6	45.7	24.2	28.9	31.3

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 3Q19 財報結果及 4Q19 財測修正

百萬元	3Q19								4Q19F							
	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	387	405	(4.4)	4.4	7.0	405	(4.4)	405	405	0.0	4.5	6.7	412	(1.8)		
毛利	179	171	5.0	15.0	40.0	169	6.1	183	169	8.1	1.8	39.9	172	6.1		
營業利益	106	106	(0.5)	12.4	223.3	104	1.5	112	100	12.0	6.2	50.3	103	8.9		
稅前淨利	102	103	(1.0)	12.1	267.2	102	0.1	109	97	12.5	6.9	47.3	101	7.3		
稅後淨利	96	93	3.3	30.3	302.7	87	10.0	98	87	12.5	2.2	(0.7)	89	10.8		
每股盈餘(元)	2.48	2.42	3.3	30.3	302.7	2.28	8.9	2.49	2.27	12.5	2.2	(0.7)	2.29	9.0		
毛利率(%)	46.3	42.2	4.1 ppts	4.3 ppts	10.9 ppts	41.8	4.6 ppts	45.1	41.8	3.4 ppts	(1.2)ppts	10.7 ppts	41.8	3.4 ppts		
營業利益率(%)	27.3	26.2	1.1 ppts	1.9 ppts	18.2 ppts	25.7	1.6 ppts	27.7	24.8	3.0 ppts	0.4 ppts	8.1 ppts	25.0	2.7 ppts		
淨利率(%)	24.8	22.9	1.9 ppts	4.9 ppts	18.2 ppts	21.5	3.2 ppts	24.2	21.5	2.7 ppts	(0.6)ppts	(1.8)ppts	21.5	2.8 ppts		

資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 2: 2019 與 2020 年財測修正

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,543	1,560	(1.1)	12.4	1,568	(1.6)	2,053	2,053	0.0	33.1	1,970	4.2
毛利	677	655	3.4	52.0	626	8.2	924	867	6.5	36.4	830	11.3
營業利益	407	396	2.9	117.3	397	2.7	622	566	9.9	52.8	539	15.4
稅前獲利	394	383	3.0	(19.0)	394	(0.1)	608	552	10.2	54.4	560	8.6
稅後淨利	354	340	4.2	(20.0)	337	5.2	523	475	10.2	47.8	453	15.6
每股盈餘(元)	10.44	10.13	4.2	(20.0)	9.02	15.7	13.30	12.37	10.2	27.4	11.75	13.2
毛利率(%)	43.9	42.0	1.9 ppts	11.4 ppts	39.9	4.0 ppts	45.0	42.2	2.7 ppts	0.3 ppts	42.1	2.9 ppts
營利率(%)	26.4	25.4	1.0 ppts	12.7 ppts	26.1	0.3 ppts	30.3	27.6	2.7 ppts	2.2 ppts	26.2	4.1 ppts
淨利率(%)	23.0	21.8	1.2 ppts	(9.3)ppts	22.3	0.7 ppts	25.5	23.1	2.4 ppts	1.4 ppts	21.5	4.0 ppts

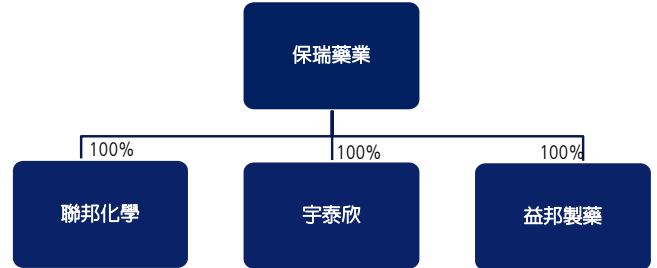
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 3: 公司概況

保瑞是國內少數在併購方面具執行能力的藥廠之一，2013 年以來已完成四件收購案，包括 2013 年併日本衛采台南廠、2014 年併聯邦化學製藥、2017 年成立合資宇泰欣藥業(台)、2018 年併美國 Impax 旗下藥廠。透過併購藥廠及接收既有製藥訂單，保瑞業績成長迅速，2018 年營收已達 13.7 億元，其中委託製藥業務占 75%，中樞神經系統處方藥及成藥產品代理業務占 20%。

資料來源：凱基

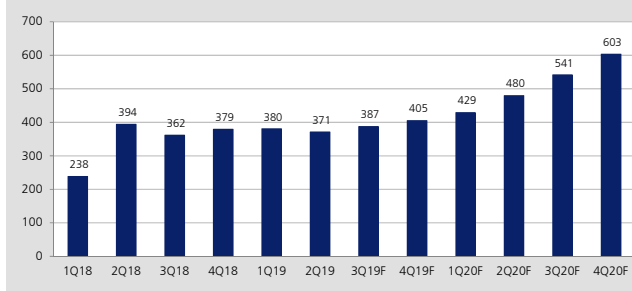
圖 4: 公司結構



資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

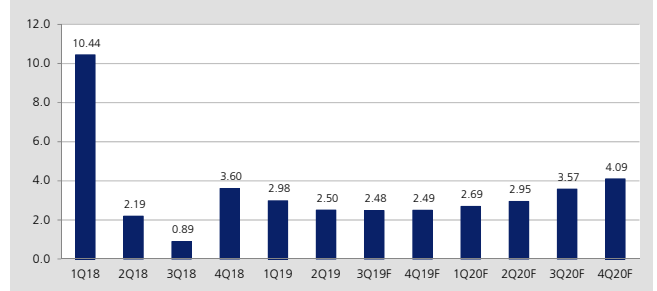
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

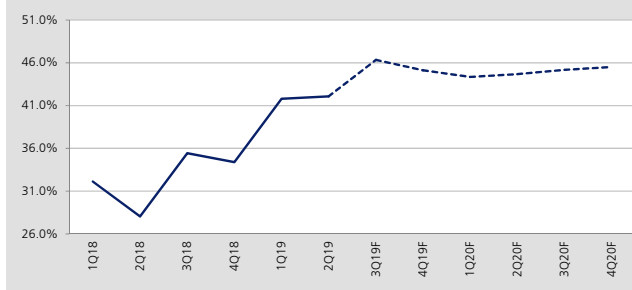
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

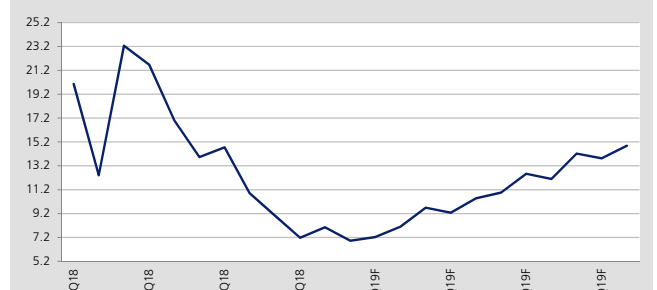
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

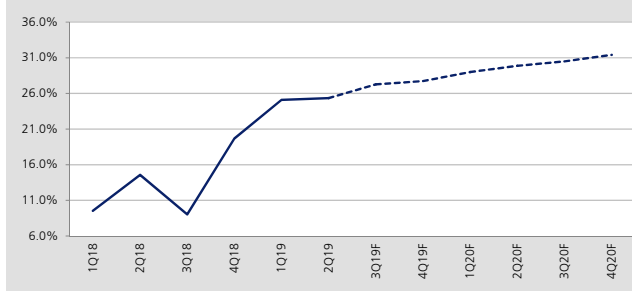
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

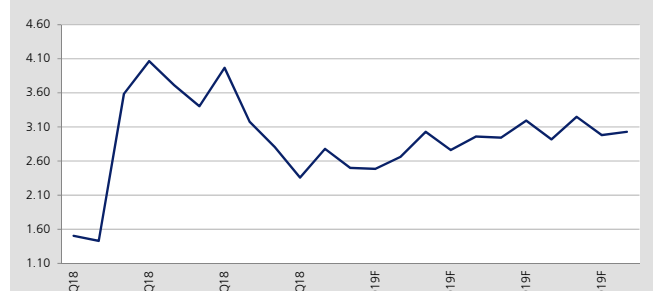
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營業收入	380	371	387	405	429	480	541	603	1,543	2,053	2,653
營業成本	(221)	(215)	(208)	(222)	(238)	(265)	(297)	(329)	(866)	(1,129)	(1,445)
營業毛利	159	156	179	183	190	214	245	275	677	924	1,208
營業費用	(64)	(62)	(74)	(70)	(66)	(71)	(80)	(85)	(270)	(301)	(348)
營業利益	95	94	106	112	124	143	165	190	407	622	861
折舊	(31)	(30)	(40)	(61)	(41)	(41)	(41)	(41)	(162)	(165)	(168)
攤提	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)	(1)	(1)
EBITDA	126	124	146	174	166	185	207	231	570	789	1,030
利息收入	0	1	0	1	1	1	1	1	2	2	2
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
總營業外收入	3	1	0	1	1	1	1	1	2	2	2
利息費用	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(15)	(16)	(16)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(0)	(1)	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(15)	(16)	(16)
稅前純益	94	91	102	109	121	140	162	186	394	608	847
所得稅費用[利益]	(7)	(17)	(6)	(11)	(15)	(24)	(21)	(25)	(40)	(85)	(122)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	87	74	96	98	106	116	141	161	354	523	724
非常項目	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	87	74	96	98	106	116	141	161	354	523	724
每股盈餘 (NT\$)	2.98	2.50	2.48	2.49	2.69	2.95	3.57	4.09	10.44	13.30	18.40
獲利率 (%)											
營業毛利率	41.8	42.1	46.3	45.1	44.4	44.7	45.2	45.5	43.9	45.0	45.5
營業利益率	25.1	25.4	27.3	27.7	29.0	29.9	30.5	31.4	26.4	30.3	32.4
EBITDA Margin	33.2	33.5	37.8	42.9	38.7	38.6	38.2	38.3	37.0	38.4	38.8
稅前純益率	24.7	24.4	26.3	26.9	28.2	29.1	29.8	30.8	25.5	29.6	31.9
稅後純益率	22.9	19.9	24.8	24.2	24.7	24.2	26.0	26.7	23.0	25.5	27.3
季成長率 (%)											
營業收入	0.3	(2.6)	4.4	4.5	5.9	11.9	12.9	11.4			
營業毛利	21.9	(1.9)	15.0	1.8	4.1	12.7	14.2	12.2			
營業收益增長	27.9	(1.5)	12.4	6.2	10.8	15.3	15.2	14.8			
EBITDA	34.7	(1.5)	17.9	18.6	(4.4)	11.4	11.8	11.8			
稅前純益	27.3	(3.5)	12.1	6.9	11.2	15.7	15.6	15.1			
稅後純益	(11.6)	(15.6)	30.3	2.2	7.9	9.7	21.2	14.6			
年成長率 (%)											
營業收入	59.8	(5.8)	7.0	6.7	12.6	29.4	39.9	49.1	12.4	33.1	29.3
營業毛利	107.9	41.3	40.0	39.9	19.5	37.4	36.4	50.4	52.0	36.4	30.8
營業收益	320.5	63.7	223.3	50.3	30.3	52.5	56.3	69.0	117.3	52.8	38.3
EBITDA	176.4	42.2	105.3	85.4	31.5	48.8	41.2	33.1	91.4	38.3	30.7
稅前純益	(71.1)	49.6	267.2	47.3	28.7	54.3	59.0	71.2	(19.0)	54.4	39.2
稅後純益	(66.9)	29.5	302.7	(0.7)	21.2	57.6	46.5	64.3	(20.0)	47.8	38.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
資產總額	906	2,232	2,614	3,277	4,081
流動資產	485	1,017	1,528	2,312	3,245
現金及短期投資	248	530	1,026	1,677	2,450
存貨	64	184	172	224	287
應收帳款及票據	129	220	247	328	425
其他流動資產	44	83	83	83	83
非流動資產	421	1,215	1,086	965	836
長期投資	-	11	22	38	51
固定資產	414	1,150	1,012	877	735
什項資產	7	54	52	51	49
負債總額	274	1,010	1,010	1,254	1,478
流動負債	92	378	440	511	641
應付帳款及票據	27	64	60	77	99
短期借款	17	85	167	179	237
什項負債	48	229	214	254	304
長期負債	182	533	570	743	838
長期借款	182	471	508	681	776
其他負債及準備	-	62	62	62	62
股東權益總額	632	1,321	1,604	2,023	2,603
普通股本	265	295	295	295	295
保留盈餘	26	454	737	1,156	1,736
少數股東權益	17	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
年成長率					
營業收入	26.3%	283.5%	12.4%	33.1%	29.3%
營業收益增長	(39.2%)	908.0%	117.3%	52.8%	38.3%
EBITDA	(22.0%)	658.8%	91.4%	38.3%	30.7%
稅後純益	(42.9%)	3058.9%	(20.0%)	47.8%	38.4%
每股盈餘成長率	(47.4%)	2813.0%	(35.5%)	27.4%	38.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	35.2%	32.5%	43.9%	45.0%	45.5%
營業利益率	5.2%	13.7%	26.4%	30.3%	32.4%
EBITDA Margin	11.0%	21.7%	37.0%	38.4%	38.8%
稅後純益率	3.9%	32.3%	23.0%	25.5%	27.3%
平均資產報酬率	1.7%	28.2%	14.6%	17.8%	19.7%
股東權益報酬率	2.6%	45.7%	24.2%	28.9%	31.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	31.5%	42.1%	42.1%	42.5%	38.9%
淨負債比率	Net cash	4.5%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	6.4	34.7	27.3	39.0	53.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.8	0.7	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	6.0	11.6	33.4	36.4	47.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.0	1.7	2.7	3.0	3.0
流動比率 (x)	5.3	2.7	3.5	4.5	5.1
速動比率 (x)	4.6	2.2	3.1	4.1	4.6
淨負債 (NT\$百萬)	(38)	59	(319)	(784)	(1,405)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	0.56	16.18	10.44	13.30	18.40
每股現金盈餘 (NT\$)	0.78	6.11	14.75	14.78	19.45
每股淨值 (NT\$)	23.26	44.83	54.45	68.67	88.34
調整後每股淨值 (NT\$)	24.38	48.25	47.28	51.40	66.12
每股營收 (NT\$)	14.17	50.13	45.46	52.15	67.41
EBITDA/Share (NT\$)	1.56	10.89	16.81	20.04	26.18
每股現金股利 (NT\$)	0.50	3.00	2.40	3.55	4.91
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.43	0.87	0.64	0.70	0.72
應收帳款周轉天數	131.6	58.5	58.5	58.5	58.5
存貨周轉天數	100.7	72.6	72.6	72.6	72.6
應付帳款周轉天數	43.3	25.1	25.1	25.1	25.1
現金轉換周轉天數	189.0	106.0	106.0	106.0	106.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營業收入	358	1,372	1,543	2,053	2,653
營業成本	(232)	(927)	(866)	(1,129)	(1,445)
營業毛利	126	445	677	924	1,208
營業費用	(107)	(258)	(270)	(301)	(348)
營業利益	19	187	407	622	861
總營業外收入	3	316	2	2	2
利息收入	1	1	2	2	2
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2	316	-	-	-
總營業外費用	(4)	(17)	(15)	(16)	(16)
利息費用	(3)	(14)	(15)	(16)	(16)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(0)	(3)	-	-	-
稅前純益	18	487	394	608	847
所得稅費用[利益]	(2)	(42)	(40)	(85)	(122)
少數股東損益	(1)	(2)	-	-	-
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	14	443	354	523	724
EBITDA	39	298	570	789	1,030
每股盈餘 (NT\$)	0.56	16.18	10.44	13.30	18.40

現金流量

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營運活動之現金流量	20	167	501	582	765
本期純益	14	443	354	523	724
折舊及攤提	21	111	163	166	170
本期運用資金變動	(37)	(175)	(17)	(108)	(129)
其他營業資產及負債變動	22	(211)	(0)	0	-
投資活動之現金流量	36	(480)	(35)	(45)	(40)
投資用短期投資出售[新購]	-	(5)	-	-	-
本期長期投資變動	-	(21)	(11)	(16)	(13)
資本支出淨額	(13)	(35)	(24)	(30)	(27)
其他資產變動	49	(419)	(0)	(0)	0
自由現金流	(14)	71	487	563	749
融資活動之現金流量	123	573	30	115	48
短期借款變動	-	10	-	-	-
長期借款變動	(17)	253	118	186	152
現金增資	161	246	-	-	-
已支付普通股股息	(21)	(13)	(88)	(71)	(105)
其他融資現金流	12	77	0	(0)	-
匯率影響數	-	-	-	-	-
本期產生現金流量	179	260	496	651	773
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
1 - 營業成本/營業收入	35.2%	32.5%	43.9%	45.0%	45.5%
- 銷管費用/營業收入	30.0%	18.8%	17.5%	14.7%	13.1%
= 營業利率率	5.2%	13.7%	26.4%	30.3%	32.4%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	1.2	0.8	0.7	0.4	0.3
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.6	1.0	1.2	1.7	2.3
營業利率率	5.2%	13.7%	26.4%	30.3%	32.4%
x 資本周轉率	0.6	1.0	1.2	1.7	2.3
x (1 - 有效現金稅率)	86.3%	91.4%	89.9%	86.1%	85.5%
= 稅後 ROIC	2.7%	12.2%	28.3%	43.5%	62.6%

資料來源：公司資料，凱基

保瑞 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2019-08-28	增加持股	223.0	149.0

資料來源：TEJ，凱基

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

美利達

(9914.TW/9914 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 12 (NT\$)	177.0
12 個月目標價 (NT\$)	214.0
前次目標價 (NT\$)	214.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	20.9

焦點內容

美利達 3Q19 每股盈餘 2.88 元分別較市場與凱基預估高出 12% 與 14%，原因是來自 Specialized Bicycle Components (美) 的投資收益增加。管理層基於歐美市場的需求展望良好，因此維持 2020 年電動自行車出貨量將年增 40-50% 至 31-33 萬輛的看法。我們維持「增加持股」評等，及目標價 214 元，相當於 22 倍本益比。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	52.92 / 1,740
流通在外股數 (百萬股)：	299.0
外資持有股數 (百萬股)：	116.2
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.73
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	126.0 - 201.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-4.8	0.9	45.1
相對表現 (%)	-14.8	-6.6	27.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2018	0.02A	1.82A	2.23A	1.65A
2019	1.60A	1.90A	2.88F	2.08F
2020	2.02F	2.33F	2.91F	2.50F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

莊政翰
886 2 2181 8719
angus.chuang@kgi.com

劉晨恩
886 2 2181 8035
tseen.liu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

3Q19 財報優於預期；電動自行車成長強勁

重要訊息

美利達 3Q19 獲利分別較市場與凱基預估高出 12% 與 14%，原因是來自 Specialized Bicycle Components (美；SBC) 的投資收益增加。管理層預期 4Q19 電動自行車的單月平均出貨量能由 3Q19 的 2.1 萬輛增加至 2.5 萬輛，並維持 2020 年總出貨量 31-33 萬輛的看法，延續穩健年增 40-50% 幅度。

評論及分析

投資收益增加使 3Q19 獲利超前。儘管 3Q19 營收較我們預估低了 7%，但獲利年增 29%、季增 52% 至 8.62 億元，換算每股盈餘為 2.88 元，高於市場與我們預估的 2.57 元、2.53 元，主要可歸功於 SBC 的獲利貢獻年增 25%、季增 136%。拜有利的匯率走勢所賜，3Q19 毛利率分別較前一季、去年同期成長 0.4、1.5 個百分點至 13.7%，大致符合市場與凱基預估。雖然營業費用增加導致營業利益較我們預期低 13%，但投資收益增加以及稅率下滑 (3Q19 為 20%，低於 2Q19 的 24%) 使稅後淨利超前市場與我們的預估。

電動自行車出貨動能升溫。美利達公告 10 月營收 27 億元，年增 34%、月增 14%，增幅超越 3Q19 的 11%，且分別達成市場與我們 4Q19 營收預估的 40% 與 39%。10 月營收表現優異主要係因電動自行車出貨量達 2.77 萬輛，創單月新高，對比 3Q19、1H19 月均出貨量僅 2.06 萬、1.56 萬輛。管理層期望在生產效率改善情況下，4Q19 電動自行車的單月出貨量能達每月 2.5 萬輛，因此我們預估公司營收將年增 15%。展望 2020 年，管理層基於歐美市場的需求展望良好，因此維持全年電動自行車出貨 31-33 萬輛的看法，即年增率將維持在 40-50% 的穩健水準。

電動自行車帶動營運成長的題材不變。我們將 2019 年預估獲利上修 3.5%，以反映 3Q19 財報優於預期，但 2020 年預估值則大致維持不變。3Q19 台灣的電動自行車出口量年增 181%，幅度超越 1H19 的 113%，動能來自對美出貨量大幅年增 377% 且歐洲市場需求維持熱絡。我們認為強勁的成長力道將有助美利達達成所設定的 2020 年電動自行車出貨目標，進而帶動公司營收成長 11.4%。再加上 SBC 持續貢獻業外收益，目前凱基預估美利達 2020 年每股盈餘將年增 13.4% 至 9.58 元，而今年的獲利預估成長率為 47.8%。

投資建議

考量歐美市場的出貨動能強勁，我們認為美利達由電動自行車帶動營運成長的題材依舊不變。據此，我們維持「增加持股」評等，目標價為 214 元，相當於 22 倍本益比。

投資風險

電動自行車市場競爭加劇；新台幣升值。

主要財務數據及估值

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營業收入 (NT\$百萬)	22,396	25,853	27,752	30,914	33,914
營業毛利 (NT\$百萬)	2,763	3,218	3,731	4,316	4,823
營業利益 (NT\$百萬)	1,029	1,351	1,770	2,207	2,527
稅後淨利 (NT\$百萬)	797	1,709	2,525	2,864	3,176
每股盈餘 (NT\$)	2.67	5.72	8.45	9.58	10.62
每股現金股利 (NT\$)	2.00	3.50	5.17	5.87	6.51
每股盈餘成長率 (%)	(58.4)	114.3	47.8	13.4	10.9
本益比 (x)	66.4	31.0	21.0	18.5	16.7
股價淨值比 (x)	4.6	4.1	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA (x)	10.2	8.3	5.8	4.4	3.5
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.1	2.0	2.9	3.3	3.7
股東權益報酬率 (%)	6.6	14.0	18.5	18.2	17.4

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q19 財報與 4Q19 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	3Q19							4Q19F						
	實際數	修正前	調幅 (%)	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	7,825	8,395	(6.8)	4.3	10.5	7,822	0.0	6,848	6,759	1.3	(12.5)	15.2	6,624	3.4
毛利	1,070	1,175	(8.9)	7.6	23.7	1,097	(2.4)	918	919	(0.2)	(14.3)	13.2	945	(2.9)
營業利益	543	621	(12.5)	15.5	32.5	538	1.0	466	473	(1.6)	(14.3)	33.5	432	7.8
稅前淨利	1,071	990	8.2	42.5	22.6	975	9.9	827	822	0.6	(22.8)	34.2	747	10.7
稅後淨利	862	756	14.0	51.9	29.4	769	12.1	621	637	(2.4)	(28.0)	26.1	602	3.1
每股盈餘(元)	2.88	2.53	14.0	51.9	29.4	2.57	12.1	2.08	2.13	(2.4)	(28.0)	26.1	2.01	3.1
毛利率 (%)	13.7	14.0	(0.3)ppts	0.4 ppts	1.5 ppts	14.0	(0.3)ppts	13.4	13.6	(0.2)ppts	(0.3)ppts	(0.2)ppts	14.3	(0.9)ppts
營業利益率 (%)	6.9	7.4	(0.5)ppts	0.7 ppts	1.2 ppts	6.9	0.0 ppts	6.8	7.0	(0.2)ppts	(0.1)ppts	0.9 ppts	6.5	0.3 ppts
淨利率 (%)	11.0	9.0	2.0 ppts	3.5 ppts	1.6 ppts	9.8	1.2 ppts	9.1	9.4	(0.3)ppts	(2.0)ppts	0.8 ppts	9.1	(0.0)ppts

資料來源：凱基預估

圖 2：2019-20 年財務預估暨市場共識比較

百萬元	2019F						2020F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	27,752	28,234	(1.7)	7.3	27,522	0.8	30,914	31,515	(1.9)	11.4	30,848	0.2
毛利	3,731	3,916	(4.7)	15.9	3,778	(1.3)	4,316	4,463	(3.3)	15.7	4,333	(0.4)
營業利益	1,770	1,856	(4.6)	31.0	1,729	2.4	2,207	2,314	(4.6)	24.7	2,145	2.9
稅前獲利	3,280	3,199	2.5	25.1	3,094	6.0	3,754	3,818	(1.7)	14.4	3,633	3.3
稅後淨利	2,525	2,440	3.5	47.8	2,410	4.8	2,864	2,914	(1.7)	13.4	2,840	0.9
每股盈餘(元)	8.45	8.16	3.5	47.8	8.06	4.8	9.58	9.75	(1.7)	13.4	9.50	0.9
毛利率 (%)	13.4	13.9	(0.4)ppts	1.0 ppts	13.7	(0.3)ppts	14.0	14.2	(0.2)ppts	0.5 ppts	14.0	(0.1)ppts
營利率 (%)	6.4	6.6	(0.2)ppts	1.2 ppts	6.3	0.1 ppts	7.1	7.3	(0.2)ppts	0.8 ppts	7.0	0.2 ppts
淨利率 (%)	9.1	8.6	0.5 ppts	2.5 ppts	8.8	0.3 ppts	9.3	9.2	0.0 ppts	0.2 ppts	9.2	0.1 ppts

資料來源：凱基預估

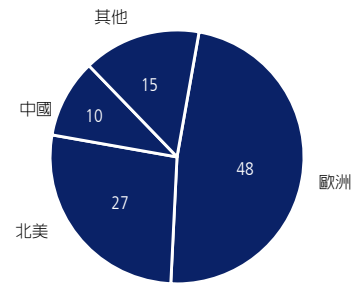
圖 3: 公司概況

公司成立於 1972 年，為台灣第二大自行車廠商，僅次於巨大 (9921 TT, NT\$223.5, 未評等)。旗下產品為自有品牌「美利達」與兩個美系設計代工(ODM)品牌 Specialized 與 Centurion。除台中總部外，公司在中國大陸深圳、江蘇與山東設有工廠。台灣大部分產品均為出口，大陸內銷市場約占 10% 營收。

資料來源：凱基

圖 4: 歐美為主要市場

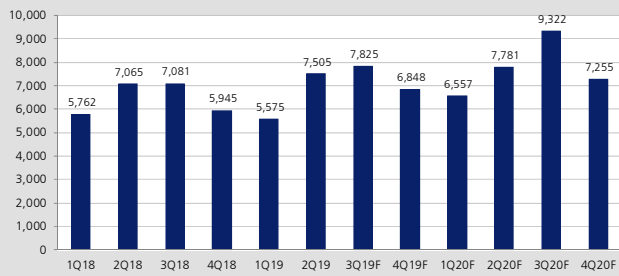
營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

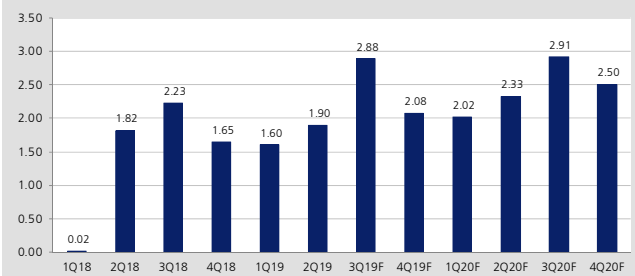
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

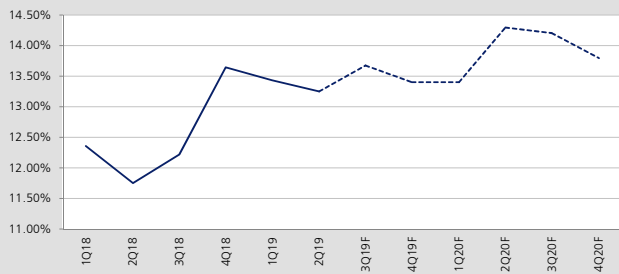
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

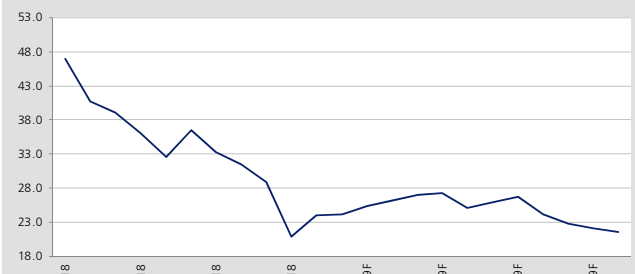
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

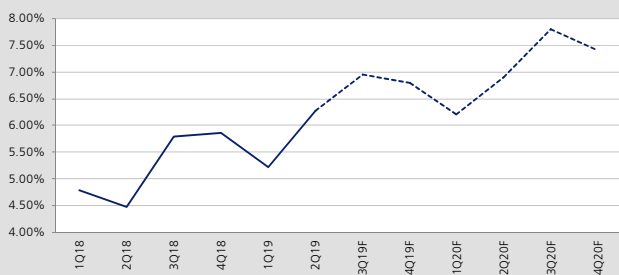
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

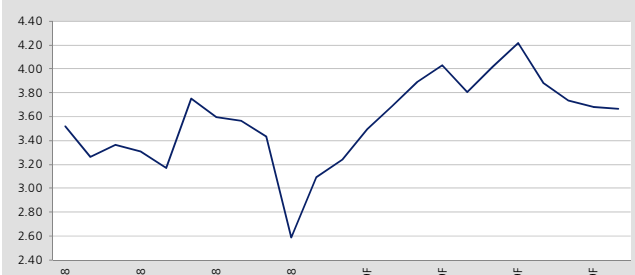
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表	季度								年度		
	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19F	Dec-19F	Mar-20F	Jun-20F	Sep-20F	Dec-20F	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	5,575	7,505	7,825	6,848	6,557	7,781	9,322	7,255	27,752	30,914	33,914
營業成本	(4,826)	(6,510)	(6,754)	(5,930)	(5,678)	(6,668)	(7,999)	(6,254)	(24,022)	(26,598)	(29,091)
營業毛利	748	995	1,070	918	879	1,113	1,324	1,001	3,731	4,316	4,823
營業費用	(458)	(524)	(527)	(452)	(472)	(576)	(597)	(464)	(1,961)	(2,109)	(2,296)
營業利益	291	470	543	466	407	537	727	537	1,770	2,207	2,527
折舊	(62)	(60)	(61)	(61)	(63)	(62)	(63)	(63)	(244)	(251)	(259)
攤提	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(2)	(11)	(10)	(9)
EBITDA	355	533	607	530	472	601	793	603	2,025	2,469	2,795
利息收入	18	30	17	13	26	28	28	29	78	111	150
投資利益淨額	295	212	487	315	322	320	342	365	1,304	1,293	1,338
其他營業外收入	56	54	49	61	54	56	56	58	220	224	229
總營業外收入	369	296	553	389	402	404	426	452	1,602	1,628	1,717
利息費用	(12)	(10)	(6)	(23)	(12)	(13)	(13)	(14)	(52)	(52)	(51)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(13)	(4)	(18)	(4)	(8)	(8)	(8)	(8)	(40)	(30)	(30)
總營業外費用	(25)	(15)	(25)	(28)	(20)	(20)	(20)	(21)	(92)	(82)	(81)
稅前純益	635	752	1,071	827	789	920	1,132	968	3,280	3,754	4,163
所得稅費用[利益]	(139)	(189)	(223)	(164)	(176)	(212)	(250)	(207)	(715)	(845)	(937)
少數股東損益	(18)	5	14	(42)	(10)	(11)	(11)	(13)	(40)	(45)	(50)
非常項目稅後純益	479	568	862	621	603	697	871	749	2,525	2,864	3,176
非常項目	0	(0)	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	479	568	862	621	603	697	871	749	2,525	2,864	3,176
每股盈餘 (NT\$)	1.60	1.90	2.88	2.08	2.02	2.33	2.91	2.50	8.45	9.58	10.62
獲利率 (%)											
營業毛利率	13.4	13.3	13.7	13.4	13.4	14.3	14.2	13.8	13.4	14.0	14.2
營業利益率	5.2	6.3	6.9	6.8	6.2	6.9	7.8	7.4	6.4	7.1	7.5
EBITDA Margin	6.4	7.1	7.8	7.7	7.2	7.7	8.5	8.3	7.3	8.0	8.2
稅前純益率	11.4	10.0	13.7	12.1	12.0	11.8	12.1	13.3	11.8	12.1	12.3
稅後純益率	8.6	7.6	11.0	9.1	9.2	9.0	9.3	10.3	9.1	9.3	9.4
季成長率 (%)											
營業收入	(6.2)	34.6	4.3	(12.5)	(4.3)	18.7	19.8	(22.2)			
營業毛利	(7.7)	32.9	7.6	(14.3)	(4.3)	26.6	19.0	(24.4)			
營業收益增長	(16.6)	61.7	15.5	(14.3)	(12.7)	32.1	35.4	(26.2)			
EBITDA	(13.3)	49.9	14.0	(12.7)	(10.9)	27.3	31.8	(24.0)			
稅前純益	3.1	18.3	42.5	(22.8)	(4.6)	16.6	23.1	(14.5)			
稅後純益	(2.8)	18.6	51.9	(28.0)	(2.9)	15.6	25.0	(14.0)			
年成長率 (%)											
營業收入	(3.3)	6.2	10.5	15.2	17.6	3.7	19.1	5.9	7.3	11.4	9.7
營業毛利	5.2	19.7	23.7	13.2	17.4	11.9	23.7	9.1	15.9	15.7	11.7
營業收益	5.3	48.8	32.5	33.5	39.7	14.1	33.8	15.3	31.0	24.7	14.5
EBITDA	4.1	39.9	29.0	29.3	33.0	12.9	30.6	13.7	26.4	21.9	13.2
稅前純益	49.5	6.4	22.6	34.2	24.2	22.4	5.7	17.1	25.1	14.4	10.9
稅後純益	7515.3	4.4	29.4	26.1	25.9	22.7	1.0	20.6	47.8	13.4	10.9

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
資產總額	20,946	22,778	26,110	29,950	34,518
流動資產	9,038	10,136	12,287	14,972	18,344
現金及短期投資	3,589	3,720	5,510	7,511	10,175
存貨	3,497	3,852	4,088	4,514	4,951
應收帳款及票據	1,730	2,433	2,611	2,901	3,191
其他流動資產	222	131	78	46	27
非流動資產	11,908	12,642	13,823	14,978	16,174
長期投資	8,911	9,748	11,051	12,340	13,675
固定資產	2,516	2,343	2,231	2,107	1,978
什項資產	481	551	540	530	521
負債總額	8,864	9,501	10,946	12,489	14,276
流動負債	6,549	6,741	7,445	8,153	8,847
應付帳款及票據	3,980	3,840	4,076	4,501	4,936
短期借款	1,565	1,758	1,688	1,704	1,692
什項負債	1,004	1,142	1,681	1,948	2,219
長期負債	2,315	2,760	3,501	4,336	5,429
長期借款	227	126	176	139	131
其他負債及準備	2,088	2,635	3,325	4,197	5,297
股東權益總額	12,081	13,277	15,164	17,461	20,242
普通股	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990
保留盈餘	6,490	6,996	7,975	9,085	10,316
少數股東權益	496	525	565	610	660
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
年成長率					
營業收入	(2.2%)	15.4%	7.3%	11.4%	9.7%
營業收益增長	(33.2%)	31.3%	31.0%	24.7%	14.5%
EBITDA	(28.3%)	25.0%	26.4%	21.9%	13.2%
稅後純益	(58.4%)	114.3%	47.8%	13.4%	10.9%
每股盈餘成長率	(58.4%)	114.3%	47.8%	13.4%	10.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	12.3%	12.4%	13.4%	14.0%	14.2%
營業利益率	4.6%	5.2%	6.4%	7.1%	7.5%
EBITDA Margin	5.7%	6.2%	7.3%	8.0%	8.2%
稅後純益率	3.6%	6.6%	9.1%	9.3%	9.4%
平均資產報酬率	3.7%	7.8%	10.3%	10.2%	9.9%
股東權益報酬率	6.6%	14.0%	18.5%	18.2%	17.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	14.8%	14.2%	12.3%	10.6%	9.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	39.3	52.4	64.1	73.8	82.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	11.3	14.4	26.8	31.8	37.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.2	0.4	0.8	0.9	1.1
流動比率 (x)	1.4	1.5	1.7	1.8	2.1
速動比率 (x)	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	(1,355)	(1,337)	(3,147)	(5,168)	(7,852)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.67	5.72	8.45	9.58	10.62
每股現金盈餘 (NT\$)	1.02	2.46	4.67	5.48	6.43
每股淨值 (NT\$)	38.75	42.65	48.83	56.36	65.50
調整後每股淨值 (NT\$)	38.75	42.65	48.83	56.36	65.50
每股營收 (NT\$)	74.91	86.47	92.82	103.40	113.43
EBITDA/Share (NT\$)	4.29	5.36	6.77	8.26	9.35
每股現金股利 (NT\$)	2.00	3.50	5.17	5.87	6.51
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.05	1.18	1.14	1.10	1.05
應收帳款周轉天數	28.2	34.3	34.3	34.3	34.3
存貨周轉天數	65.0	62.1	62.1	62.1	62.1
應付帳款周轉天數	74.0	61.9	61.9	61.9	61.9
現金轉換周轉天數	19.2	34.5	34.5	34.5	34.5

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營業收入	22,396	25,853	27,752	30,914	33,914
營業成本	(19,634)	(22,635)	(24,022)	(26,598)	(29,091)
營業毛利	2,763	3,218	3,731	4,316	4,823
營業費用	(1,734)	(1,867)	(1,961)	(2,109)	(2,296)
營業利益	1,029	1,351	1,770	2,207	2,527
總營業外收入	182	1,406	1,602	1,628	1,717
利息收入	41	62	78	111	150
投資利益淨額	6	1,072	1,304	1,293	1,338
其他營業外收入	135	273	220	224	229
總營業外費用	(175)	(136)	(92)	(82)	(81)
利息費用	(27)	(51)	(52)	(52)	(51)
投資損失	(65)	-	-	-	-
其他營業外費用	(82)	(85)	(40)	(30)	(30)
稅前純益	1,036	2,622	3,280	3,754	4,163
所得稅費用 [利益]	(238)	(876)	(715)	(845)	(937)
少數股東損益	(1)	(37)	(40)	(45)	(50)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	797	1,709	2,525	2,864	3,176
EBITDA	1,282	1,602	2,025	2,469	2,795
每股盈餘 (NT\$)	2.67	5.72	8.45	9.58	10.62

現金流量

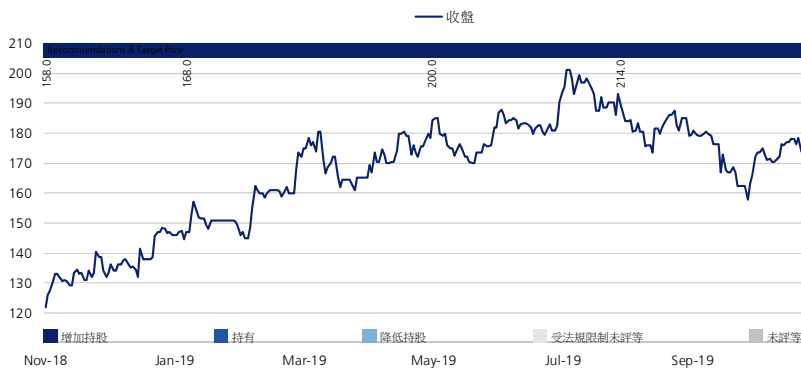
NT\$百萬	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
營運活動之現金流量	306	736	1,395	1,640	1,922
本期純益	797	1,709	2,525	2,864	3,176
折舊及攤提	253	251	255	262	268
本期運用資金變動	19	(1,198)	(87)	(200)	(193)
其他營業資產及負債變動	(763)	(26)	(1,298)	(1,286)	(1,330)
投資活動之現金流量	(74)	(126)	(138)	(130)	(134)
投資用短期投資出售 [新購]	34	-	-	-	-
本期長期投資變動	(11)	-	(5)	(3)	(4)
資本支出淨額	(142)	(123)	(132)	(127)	(130)
其他資產變動	44	(3)	0	0	(0)
自由現金流	913	(179)	1,409	1,635	1,895
融資活動之現金流量	(953)	(517)	533	492	876
短期借款變動	340	189	-	-	-
長期借款變動	(124)	(98)	(20)	(20)	(20)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,196)	(598)	(1,046)	(1,546)	(1,754)
其他融資現金流	27	(11)	1,599	2,058	2,650
匯率影響數	(40)	(19)	-	-	-
本期產生現金流量	(762)	73	1,790	2,001	2,664
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
1 - 營業成本/營業收入	12.3%	12.4%	13.4%	14.0%	14.2%
- 銷管費用/營業收入	7.7%	7.2%	7.1%	6.8%	6.8%
= 營業利益率	4.6%	5.2%	6.4%	7.1%	7.5%
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	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	6.5	6.0	7.3	8.5	9.7
營業利益率	4.6%	5.2%	6.4%	7.1%	7.5%
x 資本周轉率	6.5	6.0	7.3	8.5	9.7
x (1 - 有效現金稅率)	77.1%	66.6%	78.2%	77.5%	77.5%
= 稅後 ROIC	22.9%	20.8%	36.5%	46.9%	55.7%

資料來源：公司資料，凱基

美利達 - 以往評級及目標價

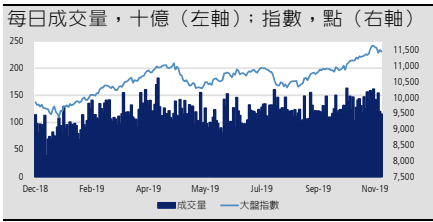


日期	評級	目標價	收盤價
2019-08-13	增加持股	214.0	193.0
2019-07-10	增加持股	200.0	181.5
2019-05-15	增加持股	200.0	178.5
2019-01-18	增加持股	168.0	147.0
2018-12-05	增加持股	158.0	133.5
2018-11-13	增加持股	158.0	126.0
2018-10-11	增加持股	158.0	124.5
2018-08-10	增加持股	178.0	140.5
2018-06-29	增加持股	178.0	152.5
2018-05-09	降低持股	108.0	138.5

資料來源：TEJ，凱基

美中貿易協議存變數，反彈走勢未能延續

台股走勢圖



資料來源：台灣經濟新報

大盤指數

	11月13日	11月12日	11月11日
上市加權指數	11,467.8	11,520.4	11,427.3
成交量(十億)	115.1	118.5	149.6
↑上漲家數	365	554	141
↓下跌家數	458	261	718
→持平家數	122	126	81
上櫃加權指數	143.1	143.0	142.0
成交量(十億)	28.1	26.9	35.4
↑上漲家數	316	428	151
↓下跌家數	336	233	542
→持平家數	104	90	60

原油報價

美元/桶	11月13日	11月12日	11月11日
西德州			
原油價格	57.9	58.1	58.4
杜拜原油			
現貨價格	61.2	61.6	61.0

交易員市場評析

一、外資終結連 22 買大盤再度失守 10 日均線，OTC 一度突破 5 日均線

周二川普在紐約發表演說時警告，如果美中無法達成協議，將大幅提高對中國商品的關稅，不僅導致美股漲幅收斂，並造成周三亞股普遍走跌。台股大盤以低盤開出，再度跌破 10 日均線，而後雖往上拉升，但高點僅來到 11509 點，由於未能碰觸 10 日與 5 日均線，進而引發賣壓出籠，即使盤中低點 11439 點尚能守住周一長黑 K 低點，但盤面權值股跌多漲少，使跌幅未能明顯收斂，終場下跌 52.54 點(跌幅 0.46%)，收在 11467.83 點，成交量約 1148 億元，當日外資賣超約 62.63 億元，終結連續 22 日買超。OTC 表現較大盤抗跌，早盤一度突破 5 日均線，但受大盤走跌拖累，漲勢快速收斂至平盤附近，5 日均線得而復失，終場小漲 0.07 點(漲幅 0.05%)，收在 143.10 點，成交量約 281 億元。

二、喬山前 3 季獲利超越去年全年，茂達月營收開始較去年同期成長

盤面下跌家數略多於上漲家數。國巨(2327)宣布將以每股 27.2 美元、溢價 18%，全資收購 Kemet 股權，預計明年下半年完成，股價開盤跳空漲停鎖死。大聯大(3702)擬以每股 45.8 元收購文晔(3036)3 成股權，激勵文晔開盤跳空漲停。健身器材廠喬山(1736)受惠打入全球連鎖健身房通路，Q3EPS1.12 元，獲利季增 54.3%，年增 78.7%，毛利率 50.11%，季增 0.17 個百分點、年增 2.2 個百分點，營益率 7.19%，季增 4.52 個百分點，前 3 季 EPS1.94 元，賺贏去年 EPS1.29 元，展望後市，Q4 步入健身器材產業傳統旺季，接單可望持續暢旺，達全年營運高峰，受到財報利多激勵，股價跳空收漲 5%，並站回月線之上。電源管理 IC 廠商茂達(6138)受惠電源管理 IC 與風扇馬達驅動 IC 訂單的需求都頗為強勁，10 月營收月增 3.2%、年增 4.58%，創近 13 個月高點，並終結連續 9 個月營收較去年同衰退，Q4 表現有機會與 Q3 持平或小幅成長，股價守住月線後表態強彈，收盤大漲 5%。記憶體模組廠品安(8088)受惠 DRAM 價格在 Q3 跌幅縮小，NAND Flash 價格小幅回升，加上晶圓顆粒成本持續下降，造成利差拉大，Q3EPS0.97 元，獲利季增 1.47 倍、年增 6.4 倍，為 26 季新高，利率突破 20% 關卡，竄升至 23.88%，較第 2 季拉升 7.31 個百分點，前 3 季 EPS2.02 元，表現遠優於去年同期的虧損，股價收漲近 7%，目前已連漲 4 天。臻鼎-KY (4958)、微星(2377)前 3 季 EPS 分別為 5.78 元、5.06 元，皆低於去年同期，收盤分別重挫逾 9%、逾 6%。

三、5 日均線即將與 10 日均線死亡交叉，盤面關注台積電與鴻海股價表現

周三大盤 5 日均線剛好下彎到 10 日均線的位置，若周四大盤無法大漲，將導致 5 日均線向下交叉 10 日均線，將是盤勢自 8 月下旬上漲以來首次出現，若確認 5 日均線與 10 日均線形成死亡交叉，根據之前的經驗，短線上檔壓力將因此加重，而後大盤回檔至少會向月線尋求支撐，止跌後的整理時間也會拉長。另一方面，電子股指數的短期均線架構與大盤相同，也即將面臨 5 日均線向下交叉 10 日均線，近日能否扭轉短線均線架構轉弱的劣勢，盤面可觀察指標股台積電(2330)在力守 300 元關卡後能否迅速重返 5 日均線，以及鴻海(2317)在周三法說會後是否表態突破上周五高點 92.9 元。盤勢未重返 5 日均線之前，維持短價差操作策略，持股應依財報與營收好壞作汰弱留強，盤面優先關注營運樂觀且股價經過整理轉強或修正過後出現止跌訊號之個股。

重要新聞摘要

- 玉晶光 上季 EPS 飆 12.9 元 玉晶光 (3406) 好會賺，光第三季一季就大賺 12.9 元，帶動前三季每股獲利輕鬆跨過一個半股本的門檻，以 15.13 元傲視群雄，超額表現讓市場對其第四季看法轉偏樂觀，產生淡季不淡的聯想，再加上第四季尚有處分不動產的利益待認列，全年賺進二個股本呼聲很高。(工商時報)

近十日外資買超前十名

名次	股票名稱	買超金額 (百萬元)
1	2317 鴻海	29,965
2	3008 大立光	7,526
3	2330 台積電	5,982
4	4938 和碩	4,639
5	2454 聯發科	3,737
6	2474 可成	2,383
7	2891 中信金	1,723
8	2882 國泰金	1,437
9	2301 光寶科	1,397
10	6239 力成	1,234

資料來源：台灣經濟新報

近十日外資賣超前十名

名次	股票名稱	賣超金額 (百萬元)
1	2801 彰銀	(1,943)
2	1216 統一	(1,487)
3	2360 致茂	(1,399)
4	2439 美律	(1,371)
5	6285 啓碁	(1,200)
6	2377 微星	(1,036)
7	2412 中華電	(943)
8	3105 穩懋	(826)
9	8299 群聯	(777)
10	1477 聚陽	(770)

資料來源：台灣經濟新報

近十日投信買超前十名

名次	股票名稱	買超金額 (百萬元)
1	3034 聯詠	1,053
2	2454 聯發科	923
3	2330 台積電	827
4	2313 華通	817
5	6269 台郡	765
6	2317 鴻海	505
7	3008 大立光	370
8	2474 可成	341
9	2448 晶電	295
10	2456 奇力新	256

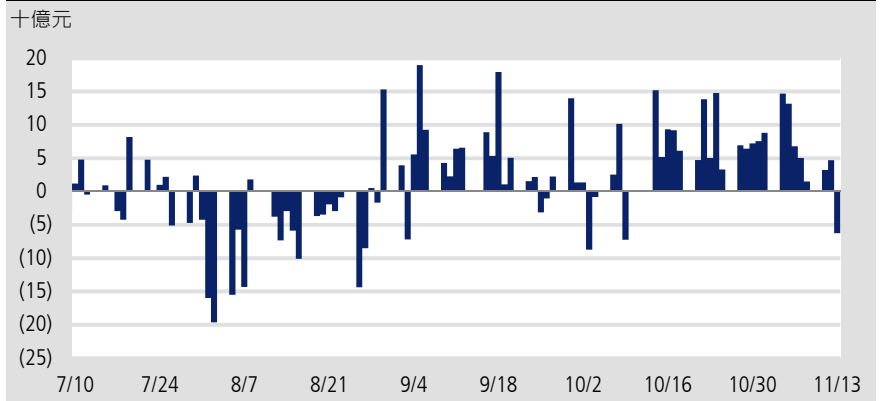
資料來源：台灣經濟新報

近十日投信賣超前十名

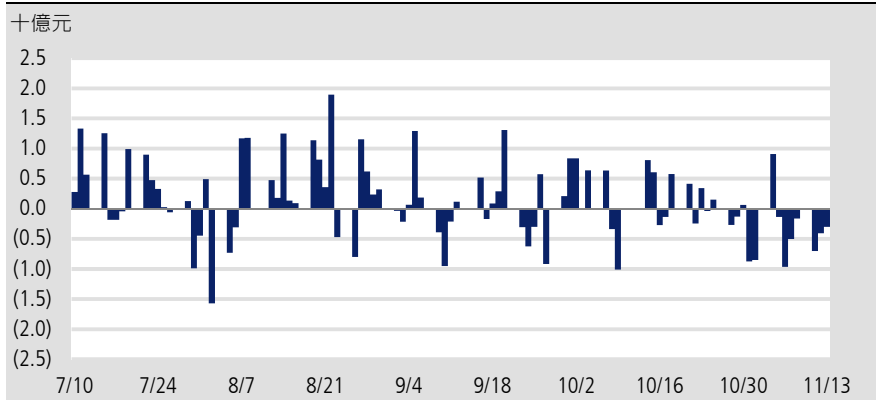
名次	股票名稱	賣超金額 (百萬元)
1	6462 神盾	(1,473)
2	2345 智邦	(913)
3	3324 雙鴻	(832)
4	2383 台光電	(691)
5	6213 聯茂	(691)
6	5483 中美晶	(686)
7	6278 台表科	(593)
8	6153 嘉聯益	(590)
9	6274 台權	(473)
10	8016 矽創	(433)

資料來源：台灣經濟新報

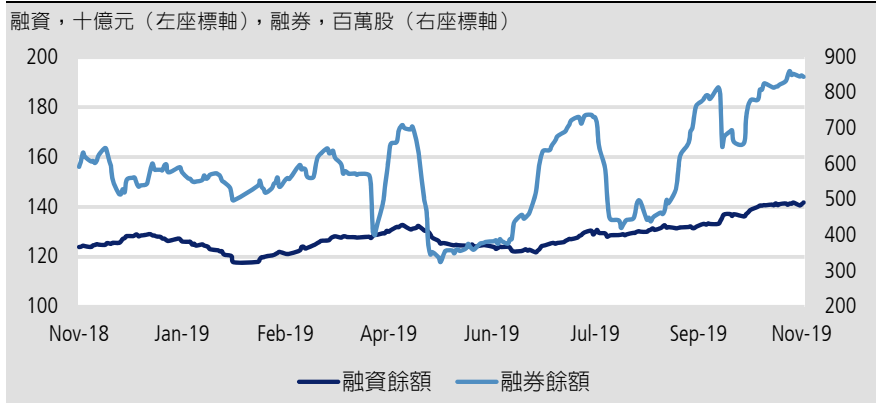
外資買賣超：外資轉買為賣



投信買賣超：投信賣超金額縮小



散戶動態：散戶持續買進台股



台灣存託憑證溢價表

代碼	公司名稱	收盤價(元) 2019/11/13	TDR 股價漲跌(%)	TDR 市值 (百萬元)	原上市地台幣收盤價(元) 2019/11/13	原上市地股價漲跌(%)	表彰原股數	溢價(%)
9103	美德醫	1.11	2.78	228	0.94	(6.0)	1.0000	18.1
910322	康師傅	23.20	6.67	465	46.80	9260.0	0.5000	(0.9)
910482	聖馬丁	0.28	(3.45)	66	0.27	(73.0)	1.0000	3.7
9105	泰金寶	2.48	0.00	2,081	1.68	68.0	1.0000	47.6
910861	神州	7.60	(2.19)	196	15.58	3016.0	0.5000	(2.4)
9110	越南控	1.79	0.00	95	0.87	(56.5)	2.0000	2.9
911608	明輝	1.03	(3.74)	17	1.59	218.0	0.5000	29.6
911616	杜康	0.75	0.00	97	1.30	1200.0	0.1000	476.9
911619	耀傑	0.00	0.00	-	N.A.	#DIV/0!	0.00	N.A.
911622	泰聚亨	6.20	5.80	186	2.45	22.5	2.0000	26.5
911868	真明麗	0.96	0.00	69	2.10	320.0	0.5000	(8.6)
912000	晨訊科	2.07	(0.96)	69	1.07	(46.5)	2.0000	(3.3)
912398	友佳	3.50	1.16	151	3.93	293.0	1.0000	(10.9)
9136	巨騰	7.13	0.00	1,083	7.23	623.0	1.0000	(1.4)
9157	陽光能	0.00	0.00	-	N.A.	#DIV/0!	0.00	N.A.
9188	精熙	3.28	(1.20)	198	2.99	199.0	1.0000	9.7

資料來源：凱基

追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

代碼	公司名稱	投資評等	市值 (US\$mm)	目標價 (元)	股價 (元)	上漲(下跌) (%)	每股盈餘(元)			本益比(倍)		股價淨值比(倍)		淨值報酬率(%)		現金殖利率(%)	
							2018	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
1101	台泥	增加持股	7,352.0	52.0	41.00	26.8	4.37	4.47	4.59	9.2	8.9	1.0	0.8	11.9	10.2	8.7	8.9
1102	亞泥	增加持股	4,725.7	54.0	42.85	26.0	3.54	5.09	5.27	8.4	8.1	1.0	0.9	11.2	10.8	8.9	9.2
1216	統一	持有	13,608.5	77.0	73.00	5.5	3.07	3.38	3.65	21.6	20.0	3.8	3.6	17.8	18.5	3.8	4.1
1301	台塑	增加持股	20,112.2	104.0	96.30	8.0	7.78	6.44	6.42	14.9	15.0	1.7	1.6	11.4	11.0	5.0	5.0
1303	南亞	持有	18,578.1	61.0	71.40	(14.6)	6.65	3.31	4.53	21.6	15.8	1.5	1.5	7.1	9.5	3.5	4.8
1305	華夏	增加持股	383.0	24.0	22.15	8.4	2.52	1.41	2.37	15.7	9.3	1.4	1.3	8.9	14.3	4.5	6.3
1312	國喬	增加持股	533.9	22.0	17.95	22.6	3.26	2.25	1.79	8.0	10.0	0.7	0.6	8.6	6.5	5.6	5.6
1326	台化	持有	16,768.2	91.0	87.20	4.4	8.36	5.29	4.98	16.5	17.5	1.4	1.3	8.3	7.7	4.6	4.2
1402	遠東新	持有	5,233.4	31.0	29.80	4.0	2.41	2.09	1.77	14.3	16.8	0.8	0.7	5.1	4.2	5.4	4.4
1476	儒鴻	增加持股	3,596.1	490.0	399.50	22.7	15.96	16.46	20.19	24.3	19.8	6.0	5.5	25.6	28.9	2.9	3.5
1477	聚陽	增加持股	1,132.4	218.0	157.00	38.9	7.20	9.20	10.33	17.1	15.2	3.7	3.7	21.9	25.8	5.8	6.8
1504	東元	持有	1,755.9	24.3	27.20	(10.7)	1.59	1.70	1.75	16.0	15.5	1.0	1.0	6.1	6.1	3.3	3.3
1536	和大	持有	941.0	104.0	112.50	(7.6)	4.85	2.87	4.38	39.2	25.7	4.1	3.9	10.6	15.6	1.9	2.9
1565	精華	降低持股	714.5	373.0	432.00	(13.7)	33.07	25.47	24.87	17.0	17.4	3.6	3.5	21.6	20.3	4.7	4.6
1590	亞德客-KY	增加持股	2,713.2	480.0	437.50	9.7	15.02	13.75	19.28	31.8	22.7	4.4	3.9	14.5	18.2	1.1	1.5
1710	東聯	持有	608.8	18.0	20.95	(14.1)	2.01	(0.06)	(0.49)	N.M.	N.M.	1.3	1.4	(0.4)	(3.2)	1.0	0.0
1722	台肥	持有	1,528.8	54.0	47.55	13.6	2.33	2.39	1.81	19.9	26.3	0.9	0.9	4.6	3.5	4.6	4.4
1736	喬山	增加持股	852.7	108.0	85.60	26.2	1.29	4.29	5.99	19.9	14.3	2.8	2.6	14.8	18.8	2.5	3.5
1795	美時	增加持股	849.4	160.0	106.50	50.2	0.42	3.92	7.28	27.1	14.6	3.1	2.6	12.4	19.5	0.0	0.0
2049	上銀	增加持股	2,686.5	340.0	264.50	28.5	18.44	7.71	12.06	34.3	21.9	3.1	2.9	9.3	13.6	1.1	1.8
2059	川湖	增加持股	1,178.7	450.0	377.00	19.4	18.64	17.92	19.57	21.0	19.3	3.3	3.0	16.3	16.4	2.4	2.7
2104	國際中橡	持有	1,004.8	26.0	31.10	(16.4)	4.18	1.78	1.55	17.5	20.1	1.0	0.9	5.7	4.7	1.6	1.6
2231	為升	增加持股	926.8	321.0	230.00	39.6	9.48	9.84	12.85	23.4	17.9	7.3	6.5	31.6	38.2	2.9	3.9
2308	台達電	持有	11,547.5	147.0	135.50	8.5	7.00	8.82	7.74	15.4	17.5	2.4	2.3	16.6	13.6	3.8	4.0
2313	華通	增加持股	1,990.3	56.0	50.90	10.0	2.01	3.15	4.00	16.2	12.7	2.3	2.1	15.2	17.4	1.4	3.1
2317	鴻海	增加持股	40,797.6	114.0	89.70	27.1	8.03	8.23	9.49	10.9	9.4	0.9	0.9	8.8	9.3	5.1	5.9
2330	台積電	增加持股	258,623.2	320.0	304.00	5.3	13.54	13.25	15.93	22.9	19.1	5.2	4.7	21.6	26.0	3.3	3.6
2345	智邦	增加持股	3,222.0	202.0	176.00	14.8	5.33	9.27	10.11	19.0	17.4	8.5	7.6	47.4	46.1	4.0	4.3
2351	順德	增加持股	361.5	71.0	60.50	17.4	4.55	3.11	4.15	19.4	14.6	1.9	1.8	9.8	12.7	4.0	5.0
2352	佳世達	增加持股	1,471.2	25.0	22.80	9.6	1.91	1.98	#N/A	11.5	N.A.	1.3	#N/A	11.7	#N/A	5.1	#N/A
2355	敬鵬	持有	402.3	30.0	30.85	(2.8)	0.41	1.62	2.49	19.1	12.4	0.8	0.8	4.1	6.3	3.1	4.8
2356	英業達	增加持股	2,624.7	27.0	22.30	21.1	1.81	1.61	2.04	13.9	10.9	1.4	1.4	10.3	12.9	6.0	7.6
2357	華碩	持有	5,202.7	242.0	213.50	13.3	5.70	17.94	20.18	11.9	10.6	0.9	0.8	7.9	8.2	7.8	8.4
2377	微星	持有	2,300.6	97.0	83.00	16.9	7.15	6.79	8.05	12.2	10.3	2.2	2.1	18.7	21.2	7.7	7.7
2379	瑞昱	持有	3,759.0	234.0	225.50	3.8	8.57	13.45	13.78	16.8	16.4	4.6	4.4	27.6	27.4	3.1	3.1
2382	廣達	增加持股	7,717.6	73.0	60.90	19.9	3.92	4.13	4.87	14.7	12.5	1.7	1.6	11.6	13.2	6.1	7.2
2383	台光電	增加持股	1,316.4	167.0	125.50	33.1	5.48	9.26	11.92	13.6	10.5	3.1	2.9	24.0	28.5	5.1	6.6
2385	群光	增加持股	2,200.1	107.0	91.30	17.2	5.22	8.26	7.67	11.1	11.9	2.3	1.9	21.3	16.3	6.2	5.9
2409	友達	持有	2,450.3	7.3	7.76	(5.9)	1.06	(1.63)	(2.00)	N.M.	N.M.	0.4	0.5	(8.3)	(12.0)	0.0	0.0
2412	中華電	持有	28,632.3	99.0	112.50	(12.0)	4.58	4.29	4.51	26.2	24.9	2.3	2.3	8.8	9.3	3.7	4.0
2421	建準	增加持股	342.5	48.0	41.60	15.4	2.41	2.61	3.21	15.9	13.0	2.5	2.4	15.6	18.7	5.3	6.6
2454	聯發科	增加持股	21,279.2	480.0	408.00	17.6	13.26	15.39	22.31	26.5	18.3	2.2	2.0	8.4	11.2	1.7	2.5
2474	可成	增加持股	6,521.0	333.0	258.00	29.1	36.31	16.74	27.75	15.4	9.3	1.2	1.1	8.3	12.7	4.7	5.1
2610	華航	持有	1,606.0	10.5	9.03	16.3	0.33	0.02	0.04	528.4	229.9	0.9	0.9	0.2	0.4	0.0	0.3
2618	長榮航	增加持股	2,285.0	21.0	14.35	46.3	1.50	0.77	1.53	18.7	9.4	0.9	0.9	5.7	10.7	1.0	3.5
2634	漢翔	持有	984.2	33.0	31.85	3.6	2.22	2.13	2.20	14.9	14.5	2.0	1.9	13.8	13.5	4.0	4.2
2723	美食-KY	增加持股	767.7	183.0	130.00	40.8	9.26	6.54	9.14	19.9	14.2	2.1	2.0	10.9	14.3	2.7	3.8
2809	京城銀	持有	1,211.7	34.0	32.65	4.1	2.50	2.62	3.80	12.5	8.6	0.9	0.9	8.1	10.7	4.6	4.6
2881	富邦金	持有	15,209.4	48.0	45.30	6.0	4.66	5.21	5.05	8.7	9.0	0.9	0.9	12.1	10.0	4.6	4.7
2882	國泰金	增加持股	18,297.8	49.0	42.35	15.7	4.10	4.17	4.24	10.2	10.0	0.9	0.8	10.5	8.7	4.7	5.0
2884	玉山金	持有	10,350.0	26.0	27.15	(4.2)	1.58	1.66	1.70	16.3	16.0	1.8	1.6	11.6	10.8	2.8	2.8
2885	元大金	增加持股	7,581.3	20.7	19.80	4.5	1.62	1.72	1.82	11.5	10.9	1.0	0.9	8.8	8.8	4.8	5.1
2886	兆豐金	持有	13,608.7	28.0	30.50	(8.2)	2.07	2.17	2.19	14.0	14.0	1.3	1.2	9.2	8.7	5.6	5.6
2887	台新金	持有	4,999.9	15.0	14.30	4.9	1.24	1.31	1.35	10.9	10.6	1.1	1.0	10.6	10.1	3.8	4.2
2891	中信金	增加持股	14,232.5	24.5	22.25	10.1	1.85	2.27	2.38	9.8	9.3	1.2	1.1	13.6	12.3	4.9	5.2
5876	上海商銀	持有	7,586.9	50.0	51.60	(3.1)	3.37	3.27	3.35	15.8	15.4	1.5	1.4	10.2	9.3	3.9	4.0
2912	統一超	持有	10,488.3	288.0	307.50	(6.3)	9.82	10.07	11.09	30.5	27.7	7.6	6.2	27.1	24.6	2.9	3.2
3008	大立光	增加持股	19,892.1	5040.0	4,520.00	11.5	181.67	213.45	251.87	21.2	17.9	4.3	3.8	23.2	22.4	1.9	2.2
3034	聯詠	增加持股	4,312.3	240.0	216.00	11.1	10.50	13.17	14.95	16.4	14.4	4.2	4.1	26.0	28.6	4.9	5.5
3045	台灣大	持有	13,222.9	106.0	115.00	(7.8)	5.01	4.49	4.63	25.6	24.8	6.6	6.8	20.6	21.9	4.6	4.6
3105	穩懋	增加持股	4,396.4	460.0	316.00	45.6	7.39	10.25	15.34	30.8	20.6	5.0	4.6	16.7	23.4	2.2	3.3
3189	景碩	持有	710.3	50.7	48.00	5.6	0.78	(4.93)	0.98	N.M.	48.8	0.9	0.8	(8.3)	1.7	0.0	1.2
3231	緯創	持有	2,623.5	25.0	28.15	(11.2)	1.52	2.33	#N/A	12.1	N.A.	1.3	#N/A	10.3	#N/A	6.6	#N/A
3324	雙鴻	增加持股	583.2	276.0	209.00	32.1	2.90	12.73	#N/A	16.4	11.4	6.2	5.0	41.6	48.7	3.3	4.7
3376	新日興	持有	737.9	130.0	124.50	4.4	6.67	7.44	8.69	16.7	14.3	1.7	1.6	10.3	11.6	3.3	3.8
3481	群創	持有	2,125.1	6.3	6.67	(5.5)	0.22	(1.41)	(1.60)	N.M.	N.M.	0.3	0.3	(5.9)	(7.7)	0.0	0.0
3533	嘉澤	增加持股	964.1	345.0	284.00	21.5	17.21	19.29	22.88	14.7	12.4	3.2	2.9	20.2	21.9	3.3	4.0
3611	鼎翰	增加持股	352.2	324.0	253.00	28.1	17.84	18.60	20.91	13.6	12.1	3.4	3.1	26.1	26.8	4.2	4.7
3665	寶聯-KY	增加持股	824.3	260.0	212.00	22.6	11.86	15.18	16.96	14.0	12.5	2.6	2.4	19.2	20.0	4.6	5.2
3711	日月光投控	增加持股	11,070.5	89.0	78.00	14.1	5.95	3.94	5.88	19.8	13.3	1.5	1.4	8.0	11.0	2.5	3.7

資料來源：凱基

追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

代碼	公司名稱	投資評等	市值 (US\$mm)	目標價 (元)	股價 (元)	上漲(下跌) (%)	每股盈餘(元)			本益比(倍)		股價淨值比(倍)		淨值報酬率(%)		現金殖利率(%)	
							2018	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
4105	東洋	增加持股	669.8	92.3	82.10	12.4	5.88	4.48	5.24	18.3	15.7	3.4	3.2	18.8	20.9	4.2	4.9
4147	中裕	增加持股	1,104.5	183.0	133.50	37.1	(1.28)	(1.89)	1.26	N.M.	105.6	9.3	8.6	(12.3)	8.4	0.0	0.0
4438	廣越	增加持股	500.2	200.0	147.50	35.6	7.43	10.33	11.76	14.3	12.5	2.2	2.2	15.9	17.5	5.7	6.4
4551	智伸科	增加持股	481.2	218.0	179.00	21.8	6.10	8.13	9.54	22.0	18.8	4.5	4.1	21.8	22.9	2.3	2.7
4566	時碩工業	增加持股	117.2	66.0	53.50	23.4	3.33	3.63	4.12	14.7	13.0	1.6	1.5	11.2	12.1	4.1	4.7
4725	信昌化	持有	120.7	10.5	12.60	(16.7)	1.14	(3.75)	(1.91)	N.M.	N.M.	1.5	1.9	(36.1)	(24.7)	0.0	0.0
4746	台耀	持有	115.8	40.1	35.65	12.5	0.69	2.23	#N/A	16.0	N.A.	0.7	#N/A	4.7	#N/A	3.8	#N/A
4904	遠傳	持有	7,879.0	71.0	73.70	(3.7)	2.88	2.63	2.84	28.1	26.0	3.5	3.6	12.0	13.6	5.1	5.1
4938	和碩	增加持股	5,996.6	75.0	70.00	7.1	4.25	5.69	6.27	12.3	11.2	1.1	1.0	9.4	9.4	5.7	6.2
4958	臻鼎-KY	增加持股	4,114.5	177.0	139.00	27.3	10.50	10.73	11.80	13.0	11.8	2.0	1.9	16.3	16.4	3.7	4.0
4966	譜瑞-KY	增加持股	1,536.9	690.0	586.00	17.7	25.67	31.35	38.30	18.7	15.3	4.1	3.5	22.8	24.0	2.7	3.3
5264	鐘勝-KY	持有	693.8	60.0	50.30	19.3	(4.13)	(1.49)	2.23	N.M.	22.6	0.6	0.6	(1.9)	2.8	0.0	2.4
5287	數字	持有	350.6	245.0	251.00	(2.4)	14.04	13.57	13.61	18.5	18.4	6.2	6.1	33.4	32.9	5.1	5.2
5288	豐祥-KY	增加持股	262.4	170.0	121.50	39.9	8.35	9.16	11.17	13.3	10.9	2.6	2.4	20.1	22.8	4.9	5.9
5388	中磊	增加持股	630.8	86.0	77.20	11.4	3.32	4.03	5.71	19.1	13.5	2.6	2.5	13.9	18.9	4.0	5.6
5904	寶雅	增加持股	1,326.8	498.0	414.00	20.3	17.50	19.42	23.64	21.3	17.5	9.1	8.2	44.5	49.3	4.1	5.0
6121	新普	增加持股	1,747.7	308.0	288.00	6.9	17.35	20.11	22.03	14.3	13.1	2.3	2.2	16.4	17.0	4.6	5.1
6230	超眾	持有	601.9	225.0	212.50	5.9	6.90	9.26	11.26	23.0	18.9	4.5	4.1	20.1	22.7	2.8	3.4
6269	台郡	增加持股	1,160.8	145.0	109.00	33.0	8.55	8.15	10.36	13.4	10.5	1.8	1.6	14.2	16.3	3.4	4.3
6274	台耀	增加持股	1,084.4	135.0	125.00	8.0	7.46	8.23	11.08	15.2	11.3	3.4	3.0	23.5	28.2	3.9	5.3
6279	胡連	降低持股	246.2	55.0	77.20	(28.8)	6.00	4.10	5.66	18.8	13.6	1.6	1.5	9.0	11.5	4.5	5.2
6285	啟碁	增加持股	961.7	91.0	75.10	21.2	5.21	4.23	6.04	17.8	12.4	1.8	1.7	10.3	14.2	4.7	4.7
6446	藥華藥	增加持股	780.5	190.0	108.50	75.1	(4.76)	(4.39)	(3.62)	N.M.	N.M.	4.8	5.7	(24.1)	(17.4)	0.0	0.0
6472	保瑞	增加持股	210.2	239.0	162.50	47.1	16.18	10.44	13.30	15.6	12.2	3.0	2.4	24.2	28.9	1.5	2.2
6505	台塑化	持有	30,128.0	101.0	96.40	4.8	6.31	4.17	5.08	23.1	19.0	2.7	2.6	11.8	14.0	3.2	3.9
6510	精測	增加持股	1,039.2	1090.0	966.00	12.8	21.84	20.25	31.25	47.7	30.9	5.1	4.6	10.8	15.7	1.0	1.5
6541	泰福-KY	增加持股	416.2	93.0	48.05	93.5	(8.68)	(11.28)	(11.53)	N.M.	N.M.	5.8	6.4	(80.9)	(146.0)	0.0	0.0
6576	逸達	增加持股	197.8	93.0	60.10	54.7	(6.55)	(7.10)	(3.07)	N.M.	N.M.	9.0	16.8	(119.5)	(60.1)	0.0	0.0
6589	台康生技	增加持股	161.6	49.0	29.10	68.4	(2.97)	(3.65)	(5.28)	N.M.	N.M.	2.4	4.1	(29.6)	(54.5)	0.0	0.0
6612	奈米醫材	增加持股	76.4	81.8	69.00	18.5	2.23	2.66	3.27	25.9	21.1	3.6	3.2	14.7	16.0	0.9	1.1
6669	緯穎	增加持股	3,001.9	648.0	524.00	23.7	38.00	36.00	43.18	14.6	12.1	5.3	3.8	43.6	36.5	4.0	4.9
8044	網家	持有	445.9	122.0	116.00	5.2	(8.49)	1.77	4.05	65.7	28.6	4.6	4.0	7.0	15.0	0.8	1.7
8114	振樺電	增加持股	249.5	140.0	101.50	37.9	8.52	6.94	9.33	14.6	10.9	2.4	2.4	17.5	26.4	4.9	6.4
8436	大江	降低持股	1,259.6	251.0	321.00	(21.8)	17.79	18.91	16.76	17.0	19.2	4.6	3.8	31.9	25.1	1.8	1.8
8437	大地-KY	增加持股	383.0	335.0	244.00	37.3	13.88	13.85	16.77	17.6	14.5	4.3	3.9	25.9	28.1	3.4	4.1
8462	柏文	增加持股	464.8	265.0	202.50	30.9	7.69	7.66	9.40	26.4	21.5	7.8	6.7	29.0	33.4	2.8	3.5
9910	豐泰	持有	4,712.6	215.0	195.50	10.0	7.88	8.81	9.67	22.2	20.2	6.9	6.2	37.1	35.5	3.5	3.8
9914	美利達	增加持股	1,736.2	214.0	177.00	20.9	5.72	8.45	9.58	21.0	18.5	3.6	3.1	18.5	18.2	2.9	3.3
9933	中鼎	持有	961.6	44.0	38.40	14.6	2.40	1.61	2.31	23.8	16.6	1.7	1.6	7.0	10.0	3.7	5.4
9938	百和	增加持股	774.2	105.0	79.20	32.6	4.57	5.41	6.34	14.7	12.5	2.5	2.3	17.7	19.1	3.9	4.6
9951	皇田	持有	224.8	75.0	91.50	(18.0)	7.70	7.63	8.07	12.0	11.3	2.3	2.0	20.3	19.1	4.6	4.6

資料來源：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
	深圳	深圳市羅湖區寶安南路 2014 號振業大樓 A 座 24D1 郵政編號：518008
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

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。