

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4549 TT 桓達	未評等 目標價	桓達的投資評等為未評等，主要理由如下： 日盛看好桓達產品特殊，於亞洲競爭者較少，產業仍具成長性，比較其國外同業及國內產品較類似之廠商的PER區間約落於14X~25X之間，目前股價已合理反映4Q14成長性。

研究員 蔡繼聖  
 jasontsai@jsun.com

### 近期投資評等

日期	評等
11/27/2014	未評等

### 公司基本資料

興櫃收盤價(元)(11/26/2014)	112.5
股本(百萬元)	370
總市值(億元)	41.62
每股淨值(元)	N.A
外資持股比(%)	N.A
投信持股比(%)	N.A
近20日均量(張)	N.A
融資餘額(11/26/2014)	N.A

### 重點摘要

- ◆ 桓達為一自動化感測器製造商，產品中自動化感測器佔營收比88%、氣動化控制元件約佔8%、其餘的約佔4%。公司主要專攻物、液位控制，應用廣泛分布於油業、飼料業、水處理業、建築以及化工等產業，客戶眾多且分散。主要銷售區域集中於中國佔比51%、內銷佔21%、歐洲12%、南亞9%、美洲5%，其他則佔2%。公司在北京、廣州、美國、德國、新加坡等地皆有設立銷售據點，通路廣布，有利全球布局。
- ◆ 公司產品由於需透過嚴格的工業認證，認證期長且針對不同產業須配合產業特性進行客製化(佔營收比約60%)，公司還需要同時具備多樣少量的生產能力，故公司毛利率於近幾年皆維持在50%以上。2014年桓達於中國取得飼料、麵粉及糧油等產業之訂單(毛利率高)，且在美國也在建築及穀物等產業拿下不少訂單，1Q~3Q14營收合計6.65億元，YoY+12.19%，稅後純益1.39億元，YoY+13.63%，稅後EPS 4.12元。4Q即將進入旺季，日盛預估2014年營收9.37億元，稅後純益1.83億元，稅後EPS 4.95元。
- ◆ 根據Markets and Markets預估，全球物、液位感測器於2013年~2018年間之CAGR+7.8%，預計到2018年市場價值能達到40億美元，2015年公司開發多款流量感測計將陸續切入本土水處理廠及染整廠應用，預計能成為新的成長動能，而在原先自動化感測器產品部分將聚焦於穀物、冷凍空調、產業設備及糧油等產業應用，並將其產品與物聯網系統、自動化系統做整合，預計在中國、美國仍能維持高成長率，日盛預估2015年營收10.34億元，YoY+10.4%，稅後純益2.07億元，YoY+13.27%，稅後EPS 5.59元。日盛認為桓達所生產產品特殊，於規模和技術上在亞洲少有競爭對手，更是國內唯一一間生產相關設備之廠商，且產品應用廣泛，較能分散單一產業前景轉差之風險。

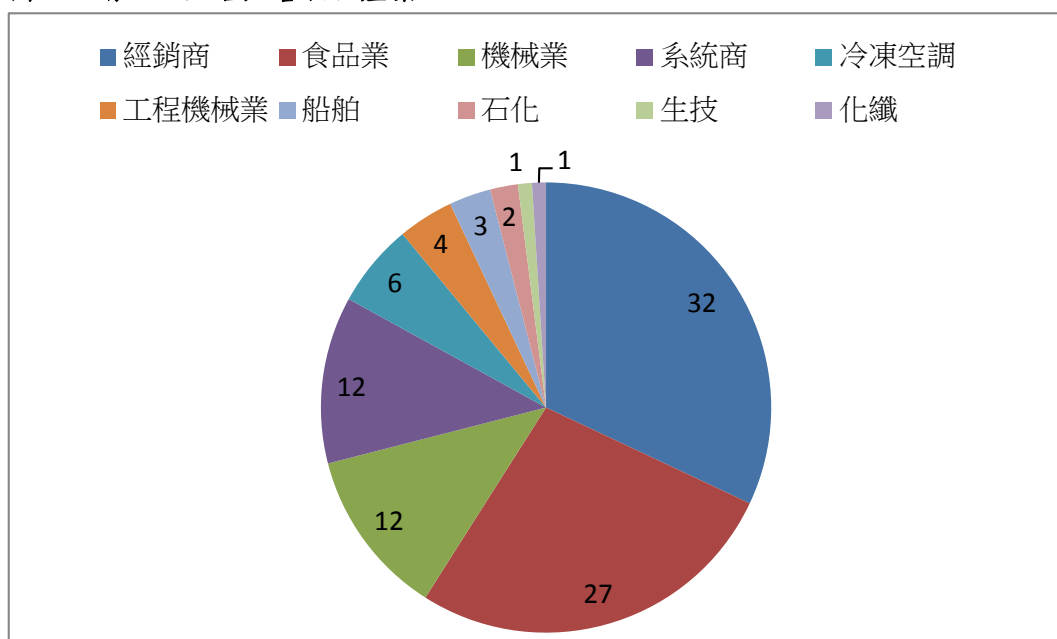
單位:百萬元	2014F	2015F	2Q14	3Q14	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F
營業收入淨額	937	1034	235	235	272	212	257	263
營業毛利	54	604	151	131	150	13	167	148
營業利益	218	249	75	49	57	42	84	56
稅後純益	183	207	60	46	45	37	66	48
稅後EPS(元)	4.95	5.59	1.63	1.25	1.20	0.99	1.79	1.30
毛利率(%)	58.01	58.43	64.26	55.74	55.00	57.9	65.10	56.11
營業利益率(%)	23.28	24.06	31.91	20.8	21.00	19.80	32.77	21.21
稅後純益率(%)	19.48	19.99	25.53	19.57	16.38	17.28	25.69	18.26
營業收入 YoY/QoQ (%)	15.82	10.40	20.51	0.00	15.74	-21.95	21.18	2.34
營業利益 YoY/QoQ (%)	17.27	14.11	102.70	-34.67	16.57	-26.40	100.55	-33.76
稅後純益 YoY/QoQ (%)	11.31	13.27	87.50	-23.33	-3.14	-17.65	80.12	-27.27

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

## ◆ 公司簡介

桓達為一自動化感測器製造商，產品中自動化感測器佔營收比 88%、氣動化控制元件約占 8%、其餘的約占 4%。公司主要專攻物、液位控制，應用廣泛分布於油業、飼料業、水處理業、建築以及化工等產業，客戶眾多且分散，如：2330 TT 台積電、9933 TT 中鼎、1210 TT 大成、金門酒廠、2208 TT 台船、1215 TT 卜蜂、1216 TT 統一等。主要銷售區域集中於中國占比 51%、內銷占 21%、歐洲 12%、南亞 9%、美洲 5%，其他則占 2%。公司目前有台灣利澤(標準品及大量訂單之生產)、土城(客製化及精密零組件之生產)、中國上海(負責組裝和銷往中國之產品)等共 3 間廠房，在銷售通路則在北京、廣州、美國、德國、新加坡等地皆有設立銷售據點，通路廣布，有利全球布局。

圖一、前一百大客戶營收佔產業比

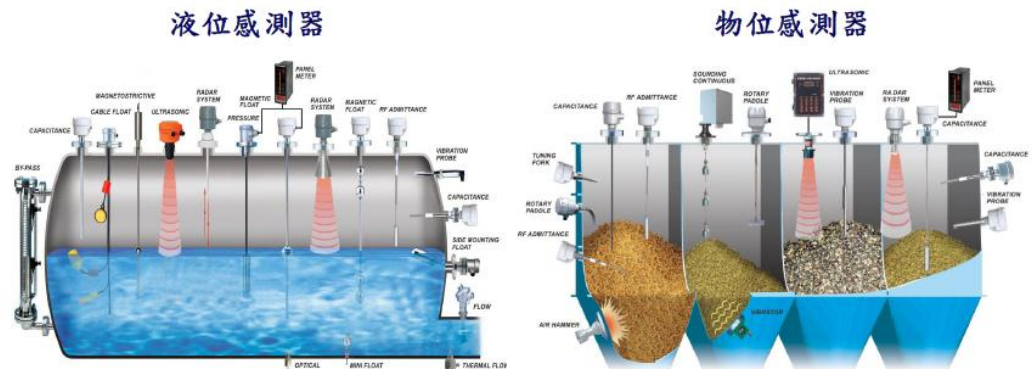


資料來源：桓達公司上櫃前法說

## ◆ 公司產品主要走客製化路線，且認證期較長及嚴格，故其產品毛利率可維持在 50% 以上

公司產品由於需透過嚴格的工業認證，認證期長一般而言須超過半年~1 年，較特殊的應用，如船舶和防爆認證需時 2~3 年。公司針對不同產業須配合產業特性進行客製化(客製化產品佔營收比約 60%)，同時還需要具備多樣少量的生產能力，並確保兩周內能順利出貨，故公司毛利率於近幾年皆維持在 50% 以上。2014 年桓達於中國取得飼料、麵粉及糧油等產業之訂單(毛利率高)，且於美國也在建築及穀物等產業拿下不少訂單，1Q~3Q14 營收合計 6.65 億元，YoY+12.19%，稅後純益 1.39 億元，YoY+13.63%，稅後 EPS 4.12 元。4Q 即將進入旺季，日盛預估 2014 年營收 9.37 億元，稅後純益 1.83 億元，稅後 EPS 4.95 元。

圖二、主要產品示意圖



應用於監測與控制各種流動性液體、酸鹼液、化學或石化原料等

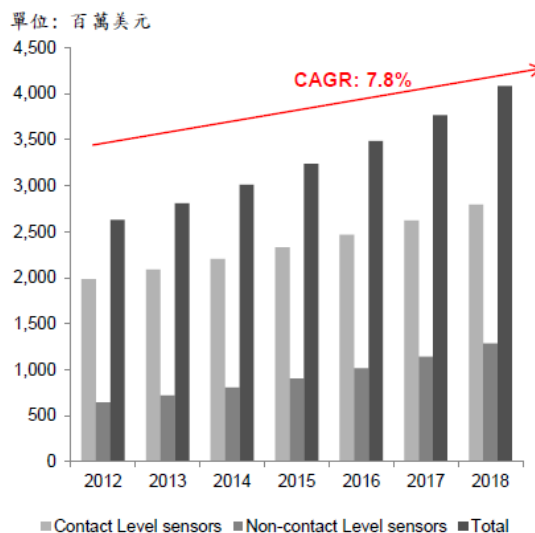
應用於監測與控制粉、粒狀固體、礦物、大宗穀物、塑膠化工原料

資料來源：桓達公司上櫃前法說

◆ **流量感測計為桓達主打之新產品，成長性高，2015 年預估桓達營收成長 10.4%**

根據 Tech Navio' 預估 2013 年~2018 年內流量感測計的 CAGR 約+8.32%，2014 年全球流量計產值則高達 55 億美元，顯見還有很大的成長空間，桓達 2015 年開發多款流量感測計將陸續切入本土水處理廠及染整廠應用，預計能成為新的成長動能。另外，根據 Markets and Markets 預估，全球物、液位感測器於 2013 年~2018 年間之 CAGR+7.8%，預計到 2018 年市場價值能達到 40 億美元，在原先自動化感測器產品部分公司將聚焦於穀物、冷凍空調、產業設備及糧油等產業應用，並將其產品與物聯網系統、自動化系統做整合，預計 2015 年在中國、美國仍能維持高成長率，日盛預估 2015 年營收 10.34 億元，YoY+10.4%，稅後純益 2.07 億元，YoY+13.27%，稅後 EPS 5.59 元。

圖三、物、液位感測器市場規模預測圖



資料來源：桓達公司上櫃前法說、Markets and Markets 預測

## ◆ 投資建議

日盛認為桓達所生產產品特殊，於規模和技術上在亞洲少有競爭對手，更是國內唯一一間生產相關設備之廠商，且產品應用廣泛，較能分散較能分散單一產業前景轉差之風險。考量國外同業及國內產品較類似之廠商的 PER 區間約落於 14X~25X 之間，目前股價已合理反映 4Q14 成長性。

2014年11月27日

## 免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。  
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。  
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

## 投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40% 以上
買進	六個月內潛在報酬率 15% 以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7% 以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股