

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
3323 TT 加百裕	買進 目標價 27.4	加百裕的投資評等為買進，目標價27.4元，潛在漲幅16%，主要理由如下： (1) 電池芯於04/2017漲價； (2) 2017年可望受惠非IT產品貢獻，營收及獲利均大幅改善，本業具轉機性。

研究員 曾德璋  
 104507@jsun.com

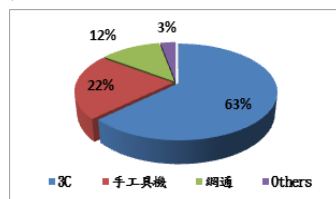
近期投資評等

06/02/2017	買進
12/18/2015	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(06/01/2017)	23.45
股本(百萬元)	868
總市值(億元)	20.4
每股淨值(元)	27.58
外資持股比(%)	7.78
投信持股比(%)	0.27
近 20 日均量(張)	933
融資餘額(06/01/2017)	4,454

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2016	2017F	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F
營業收入淨額	5,164	5,972	1,642	1,366	1,459	1,573	1,573	1,337
營業毛利	508	626	154	131	153	170	172	154
營業利益	112	177	57	30	34	52	61	43
稅後純益	79	130	48	10	28	42	50	35
稅後 EPS (元)	0.91	1.50	0.56	0.12	0.32	0.49	0.57	0.41
毛利率(%)	9.83	10.48	9.38	9.58	10.49	10.78	10.96	11.50
營業利益率(%)	2.16	2.97	3.48	2.22	2.34	3.30	3.88	3.22
稅後純益率(%)	1.53	2.18	2.95	0.76	1.93	2.69	3.16	2.64
營業收入 YoY/QoQ (%)	5.20	15.66	16.61	-16.81	6.82	7.82	-0.01	-15.00
營業利益 YoY/QoQ (%)	20.89	58.94	27.32	-46.92	12.84	51.63	17.80	-29.49
稅後純益 YoY QoQ (%)	-23.60	65.40	62.81	-78.59	171.88	50.16	17.46	-29.02

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **2H16~1Q17本業營運持續轉佳**：加百裕2016年營收51.6億元，YoY+5.2%，在3C產業持續衰退，且受到同業競爭影響下，成長來自手工工具機及網通電池組，其中4Q16在美系客戶網通產品開始放量出貨下，網通產品佔營收比重由不到10%提升至約20%，帶動加百裕4Q16營收成長YoY+24%，而1Q17營收13.66億元，QoQ-16.8%，YoY+40.5%，其中3C產品因客戶4Q16提前拉貨影響，1Q17下滑幅度大，不過網通及手工工具機產品則相對持穩，以產品組合來看，毛利率改善，不過1Q17因部分電池芯認列2,400萬元的呆帳損失，故毛利率並未明顯提升，未來在電池芯持續出貨下有望回沖。業外部分有匯損2,000萬元，稅後純益1,000萬元，稅後EPS 0.12元。
- ◆ **電池芯於04/2017漲價10%~15%**：在電動車市場持續擴張下，市場對於電池芯需求增加，而因電動車對電池芯需求大，故2016年初以來電池芯有供不應求現象，不過2016年並未有明顯漲價現象，而加百裕也於2H16持續增加電池芯庫存，在04/2017軟包電池芯漲價約10%~15%，預期加百裕2Q~3Q17將有望受惠低價庫存出貨而有毛利率改善的現象。
- ◆ **本業獲利改善，2017年整體營運具轉機性**：就本業來看，既有之3C產品電池組預期將於2H17動能逐漸回穩，而在網通及工具機產品持續穩定出貨下，日盛預期加百裕2017年營收可望成長YoY+15%，且在3C相關產品比重有望持續降低下，毛利率有望提升，各產品線毛利率來看，3C相關產品毛利率低於平均，而網通、手工工具機等則高於平均。未來成長動能除了來自手工工具機、網通產品外，公司亦有開發電動輔助自行車電池組、太陽能儲能設備等，有望於未來2~3年陸續發酵。日盛預估加百裕2017年稅後EPS 1.5元，整體狀況可望大幅改善，營運具轉機性，故將投資評等調升至買進，以2017年底PBR 1X計算，給予目標價27.2元。

◆ 公司簡介

加百裕成立於 1997 年，主要業務為鋰電池組的設計與開發，原以 IT 產品如 NB、手機、平板為主，近年逐漸轉往其他領域如網通、手工具機、儲能設備等應用，主要競爭對手為國內新普、順達科。2016 年產品比重：3C 產品佔 60%~65%、手工具機佔 20%~25%、網通產品佔 10%~15%、其他佔 0%~5%。

圖一、加百裕理電池組產品



資料來源：加百裕

◆ 2H16~1Q17 本業營運持續轉佳

加百裕 2016 年營收 51.6 億元，YoY+5.2%，在 3C 產業持續衰退，且受到同業競爭影響下，成長來自手工具機及網通電池組，其中 4Q16 在美系客戶網通產品開始放量出貨，網通產品佔營收比重由<10%提升至約 20%，帶動加百裕 4Q16 營收成長 YoY+24%。

加百裕 1Q17 營收 13.66 億元，QoQ-16.8%，YoY+40.5%，其中 3C 產品因客戶 4Q16 提前拉貨影響，1Q17 下滑幅度大，不過網通及手工具機產品則相對持穩，以產品組合來看，毛利率改善，不過 1Q17 因部分電池芯認列 2400 萬元的呆帳損失，故毛利率並未明顯提升，未來在電池芯持續出貨下有望回沖。業外部分有匯損 2000 萬元，稅後純益 1000 萬元，稅後 EPS 0.12 元。1Q17 產品組合：3C 產品佔 30%~40%、手工具機佔 30%~35%、網通產品佔 20%~25%、其他佔 5%~10%。

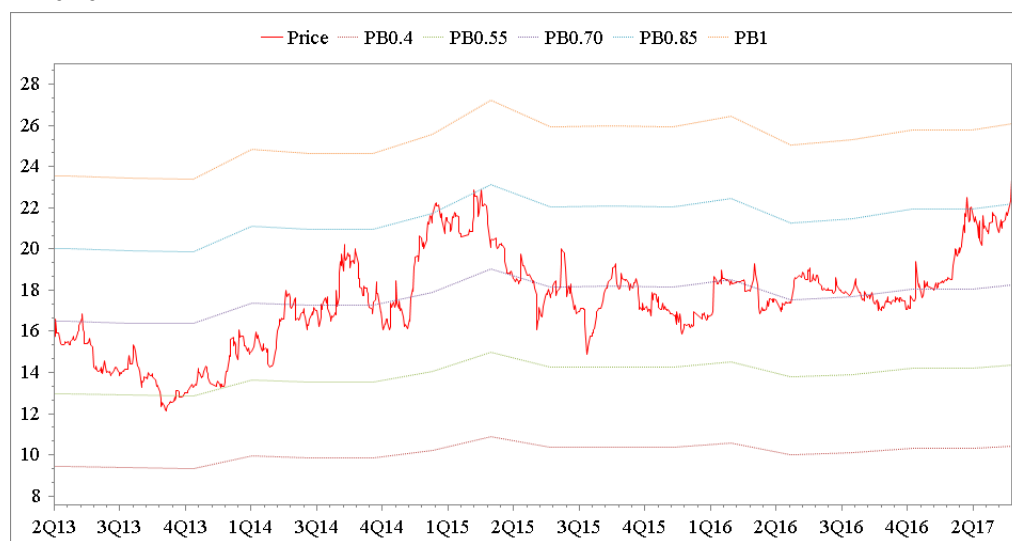
◆ 電池芯於 04/2017 漲價 10%~15%

在電動車市場持續擴張下，市場對於電池芯需求增加，而因電動車對電池芯需求大，故 2016 年初以來電池芯有供不應求現象，不過 2016 年並未有明顯漲價現象，而加百裕也於 2H16 持續增加電池芯庫存，在 04/2017 軟包電池芯漲價約 10~15%，預期加百裕 2Q~3Q17 將有望受惠低價庫存出貨而有毛利率改善的現象。

◆ 本業獲利改善，2017 年整體營運具轉機性

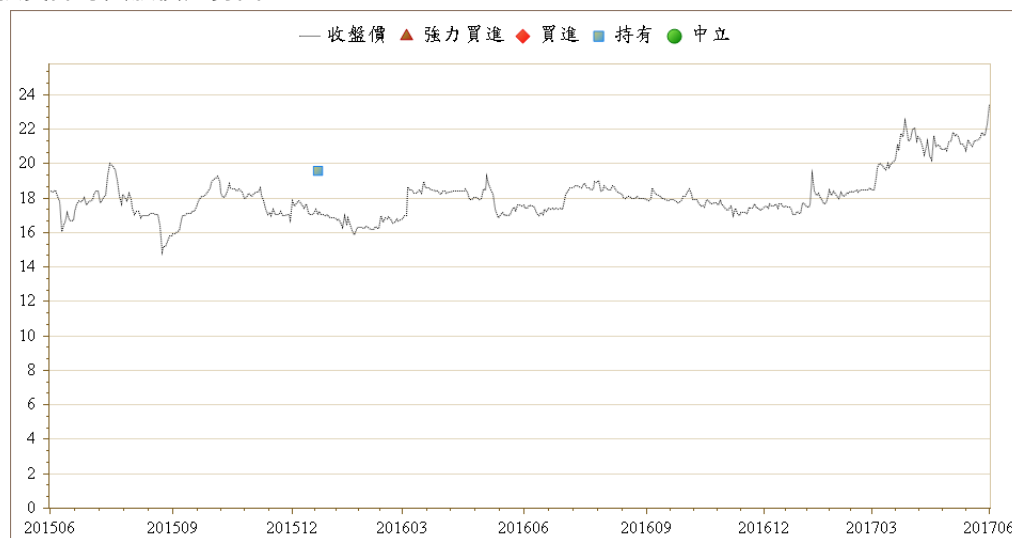
就本業來看，既有之 3C 產品電池組預期將於 2H17 動能逐漸回穩，而在網通及工具機產品持續穩定出貨下，日盛預期加百裕 2017 年營收可望成長 YoY+15%，且在 3C 相關產品比重有望持續降低下，毛利率有望提升。各產品線毛利率來看，3C 相關產品毛利率低於平均，而網通、手工具機等則高於平均。未來成長動能除了來自手工具機、網通產品外，公司亦有開發電動輔助自行車電池組、太陽能儲能設備等，有望於未來 2~3 年陸續發酵。日盛預估加百裕 2017 年稅後 EPS 1.5 元，整體狀況可望大幅改善，營運具轉機性，故將投資評等調升至買進，以 2017 年底 PBR 1X 計算，給予目標價 27.2 元。

**PB Band**



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

**投資評等與股價走勢圖**



**近期投資評等**

推薦日期	投資評等	目標價
20170602	買進	27.2
20151218	持有	19.6

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年6月2日

**損益表**

單位：百萬元	2015	2016	2017F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F
營業收入淨額	4,908	5,164	5,972	973	1,141	1,408	1,642	1,366	1,459	1,573	1,573	1,337
營業毛利	476	508	626	100	112	142	154	131	153	170	172	154
營業費用	384	396	449	94	109	97	97	101	119	118	111	111
營業利益	92	112	177	6	4	45	57	30	34	52	61	43
營業外收支	44	-3	-14	2	-1	-7	3	-17	1	1	1	1
稅前純益	136	108	164	8	3	38	60	13	35	53	62	44
稅後純益	103	79	130	2	-1	30	48	10	28	42	50	35
最新股本	868	868	868	868	868	868	868	868	868	868	868	868
稅後 EPS (元)	1.19	0.91	1.50	0.02	-0.02	0.34	0.56	0.12	0.32	0.49	0.57	0.41
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	9.70	9.83	10.48	10.25	9.85	10.07	9.38	9.58	10.49	10.78	10.96	11.50
營業利益率	1.88	2.16	2.97	0.63	0.31	3.18	3.48	2.22	2.34	3.30	3.88	3.22
稅前純益率	2.78	2.10	2.74	0.79	0.23	2.69	3.67	0.99	2.41	3.36	3.95	3.29
稅後純益率	2.10	1.53	2.18	0.22	-0.12	2.11	2.95	0.76	1.93	2.69	3.16	2.64
<b>YoY(%)</b>												
營收	2.18	5.20	15.66	-14.20	-3.07	10.33	24.25	40.46	27.95	11.73	-4.19	-2.11
營業利益	-24.99	20.89	58.94	-83.78		3.01	157.78	394.18	857.55	15.63	6.99	42.10
稅前純益	-26.41	-20.47	50.79	-80.27		-57.32	192.22	74.67	1,254.14	39.30	3.05	226.89
稅後純益	-28.74	-23.60	65.40	-93.38		-58.63	182.49	381.67		42.33	2.68	240.38
<b>QoQ(%)</b>												
營收				-26.41	17.27	23.47	16.61	-16.81	6.82	7.82	-0.01	-15.00
營業利益				-72.31	-41.76	1,155.61	27.32	-46.92	12.84	51.63	17.80	-29.49
稅前純益				-62.56	-66.32	1,359.72	58.77	-77.62	161.10	50.16	17.46	-29.02
稅後純益				-87.44	1,104.84		62.81	-78.59	171.88	50.16	17.46	-29.02

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

**資產負債表**

單位：百萬元	2015	2016	1Q17
流動資產	3,221	3,821	3,504
現金及約當現金	1,584	1,233	1,148
公允價值衡量金融資產	58	7	0
備供出售金融資產	0	0	0
以成本衡量之金融資產	0	0	0
存貨	420	763	822
非流動資產	541	517	498
公允價值衡量金融資產	0	0	0
不動產、廠房及設備	509	481	462
無形資產	4	4	4
<b>資產總計</b>	<b>3,761</b>	<b>4,338</b>	<b>4,001</b>
流動負債	1,416	2,097	1,761
短期借款	161	633	471
非流動負債	4	2	2
<b>負債總計</b>	<b>1,420</b>	<b>2,099</b>	<b>1,763</b>
股本	903	868	868
普通股股本	903	868	868
資本公積	715	689	689
保留盈餘	651	632	642
庫藏股票	0	0	0
<b>股東權益</b>	<b>2,341</b>	<b>2,239</b>	<b>2,239</b>
每股淨值(元)	25.93	25.79	25.79
流動比率(%)	227.49	182.24	199.02
速動比率(%)	195.34	144.07	150.17
應收帳款週轉率(%)	3.67	3.56	0.83
負債比率(%)	37.75	48.39	44.06
稅後股東權益報酬率(%)	4.33	3.44	0.46

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2015	2016	1Q17
繼續營業單位稅前損益	136	108	13
折舊及攤提費用	59	63	18
利息費用	5	3	2
股利收入	0	0	0
權益法認列關聯企業損益	0	0	0
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
處分權益法之投資損益	0	0	0
未實現外幣兌換損益	0	0	0
應收帳款增減	432	-629	287
存貨增減	62	-343	-59
應付帳款增減	-146	267	-182
<b>營業活動現金流量</b>	<b>595</b>	<b>-610</b>	<b>80</b>
公允價值衡量金融資產增減	0	0	0
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	0
權益法長期股權投資增減	0	0	0
取得不動產、廠房及設備	-44	-66	-16
處分不動產、廠房及設備	0	0	1
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-49</b>	<b>-21</b>	<b>-9</b>
短期借款增減	297	472	-162
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	0	0	0
公司債償還	0	-39	0
現金增資	0	0	0
發放現金股利	-95	-90	0
庫藏股票增減	-86	-68	0
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-478</b>	<b>275</b>	<b>-162</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>65</b>	<b>-351</b>	<b>-85</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2017年6月2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