

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2415 TT 鋁新	持有 目標價 30	鋁新首次的投資評等為持有，目標價30元，潛在漲幅14.72%，主要理由如下： (1) 成功切入Tesla供應鏈，第三季為傳統營運旺季，2H17營運成長動能轉佳； (2) 惟2017年獲利恐衰退，即使以現金減資後的股本8億元計算，目前的評價並未偏低。

研究員 史聖國
 linus@jsun.com

重點摘要

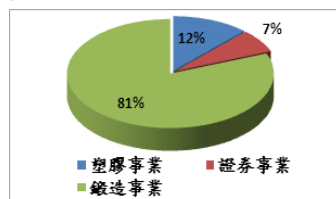
近期投資評等

07/21/2017	持有/中立

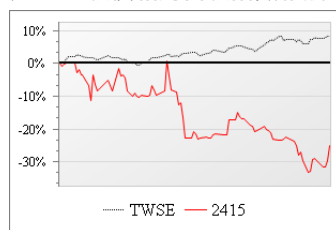
公司基本資料

收盤價(元)(07/20/2017)	26.15
股本(百萬元)	911
總市值(億元)	23.8
每股淨值(元)	20.80
外資持股比(%)	2.01
投信持股比(%)	0.01
近 20 日均量(張)	742
融資餘額(07/20/2017)	6,737

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **原物料價格續揚，2Q16毛利率承壓**：鋁新目前為全球最大揚聲器鍛造零組件廠，前三大客戶為Harman、Pioneer及Bose等國際音響大廠，目前在全球汽車用揚聲器產品的市佔率達20%，產品約8成是應用在汽車音響，整體營運跟汽車市場的連動性高，另外亦透過轉投資跨足塑膠零組件的製造(富川精密)以及證券事業(越南富鑫證券)。鋁新持續透過增加原材料庫存、供應商改為中國鋼廠以降低成本、提高產線自動化等方式提高毛利率，2Q~3Q16的毛利率較高，主因為低價原料庫存的挹注，然而隨著原材料價格從3Q16以來持續上揚，近期已沒有低價庫存的效應，由於2Q17原材料的成本續揚，因此預期2Q17的毛利率將受到影響。
- ◆ **成功切入Tesla供應鏈**：鋁新於2016年獲得Tesla汽車揚聲器部件的訂單，配合歐系音響廠商以Tier 2供應商的角色成功切入Tesla的供應鏈，目前Tesla的3款車(Model S、Model X、Model 3)都有使用鋁新的產品，隨著Tesla的交車量持續放大，鋁新2H17的營運可望同步受惠，不過後續Tesla訂單的實質貢獻仍待觀察。
- ◆ **2H17營運成長動能可望轉佳**：1H17的營運受到新台幣升值的影響，累計01~06/2017營收10.81億元(YoY-3.52%)，若排除匯率的影響，1H17的營收仍較1H16小幅成長，以往的營運旺季落在第三季，2H17的營運成長動能將轉佳，轉投資塑膠事業富川精密目前已接近損益兩平，但預估今年仍將處於虧損，富鑫證券目前已經擺脫虧損，不過獲利貢獻不大。預估2017年EPS 1.7元(以減資後股本8億元計算)，評價給予未來四季EPS 2元及PER 15X，首次的投資評等為持有。另外，鋁新已決議進行現金減資，減資比率約為12.16%，股本將由目前的9.1億元降至8億元，預計於09/2017完成減資作業，加計現金股利0.9元，每股可領2.12元。

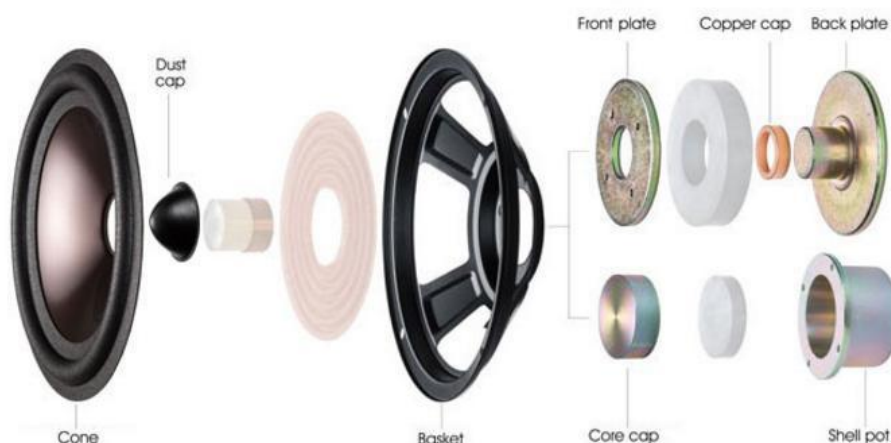
單位:百萬元	2016	2017F	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F
營業收入淨額	2,348	2,368	582	534	547	635	652	597
營業毛利	727	640	159	141	142	177	179	159
營業利益	343	231	77	32	43	78	78	60
稅後純益	215	136	60	13	23	50	50	37
稅後 EPS (元)	2.69	1.70	0.75	0.16	0.28	0.63	0.63	0.46
毛利率(%)	30.98	27.03	27.34	26.49	25.92	27.94	27.51	26.71
營業利益率(%)	14.6	9.74	13.26	6.03	7.85	12.21	11.95	10.12
稅後純益率(%)	9.18	5.74	10.37	2.38	4.16	7.88	7.72	6.22
營業收入 YoY/QoQ (%)	8.6	0.85	-9.83	-8.23	2.39	16.11	2.75	-8.5
營業利益 YoY/QoQ (%)	142.86	-32.74	-40.54	-58.25	33.21	80.64	0.55	-22.49
稅後純益 YoY/QoQ (%)	189.07	-36.95	-30.77	-78.93	78.94	119.96	0.58	-26.23

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

◆ 公司簡介

鋁新創立於 1972 年，以生產揚聲器鍛造、沖壓零組件供應國際音響大廠為主要業務，目前為全球最大高級揚聲器鍛造零組件供應廠，主要製程是冷鍛，具備導磁極、導磁環、導磁座及鋁音錐等產品的開發技術能力，產品主要應用在揚聲器導磁零件，主要客戶為全球各大音響商，為了提升產品附加價值，鋁新於 2011 年設立富川精密跨足塑膠零組件的製造，目前生產基地分布在台灣、中國及越南等地，其中最大基地在越南胡志明市，另外在越南有轉投資越南富鑫證券，以各事業的營收比重而言，1H17 鍛造事業佔比達 8 成以上，塑膠事業佔 11%~12%，證券事業約佔 7%。

圖 1、鋁新揚聲器零件產品



資料來源：鋁新

鋁新自行推估目前在全球汽車用揚聲器產品的市佔率達 20%，目前產品約 8 成是應用在汽車音響，而鍛造產品中約 8 成是車用，因此雖然主要客戶是音響商，但整體營運跟汽車市場的連動性高，未來鍛造事業將持續嘗試尋找利基產品切入其他市場，至於汽車鍛造零件目前營收佔比只有約 1%，客戶為 Honda，鋁新為 Tier2 供應商。

另外，為了健全財務結構及提高股東權益報酬率，加上目前市場上的資金成本很低，因此鋁新已決議將進行現金減資，減資比率約為 12.16%，股本將由目前的 9.1 億元降至 8 億元，預計於 09/2017 完成減資作業。

◆ 前三大客戶收比重逾半，持續開發新客戶

鋁新的前三大客戶為 Harman、Pioneer 及 Bose 等國際音響大廠，三大客戶合計營收佔比超過半數，近期以 Harman 的營收比重約達 2 成較大，Harman 已經被 Samsung 合併，Samsung 併購 Harman 是為了切入汽車音響市場，未來將繼續使用 Harman 的品牌，Harman 被併購後現有經營團隊都保留，目前對公司的營運沒有影響；隨著車內揚聲器數量持續增加，將同步帶動鋁新的營運，不過由於前三大客戶的訂單未來要再大幅成長已相對不易，因此未來的努力方向是持續開發其他新客戶及新訂單。

◆ 成功切入 Tesla 供應鏈

鋁新於 2016 年獲得 Tesla 汽車揚聲器部件的訂單，配合歐系音響廠商以 Tier 2 供應商的角色成功切入 Tesla 的供應鏈，目前 Tesla 的 3 款車(Model S、Model X、Model 3) 都有使用鋁新的產品，應用在車內跟車外音揚聲器(北美跟歐洲的安全法規強制電動車需安裝車外音響作為警示)產品，隨著 Tesla 的交車量持續放大，鋁新的營運將同步受惠。

◆ 原物料價格波動影響毛利率

原材料的價格從 3Q16 開始上漲，鋼價的漲跌會直接影響到毛利率，因此 2016 年有多備原料庫存，將原本 2~3 個月的庫存水位提升至目前大約 6 個月的水準，以降低原材料成本增加的影響，而除了多備庫存之外，鋼材的供應商也已經從中鋼跟豐興等國內廠商轉為寶鋼等中國鋼廠，由於中國廠商鋼材的報價跟國際鋼價的差異有達 10% 的水準，因此轉為中國供應商將可降低成本。

另外也透過增加機器手臂及連續鍛造設備提升毛利率，目前每年資本支出金額維持在 1~2 億元的水準，持續增加鍛造機、加工機、CNC、電鍍線等新設備，而近幾季毛利率波動較大主要是與原材料成本以及規模經濟有關，2Q~3Q16 的毛利率較高，主因為低價原料庫存的挹注，然而隨著原材料價格持續上揚，近期已沒有低價庫存的效應，由於 2Q17 原材料的成本仍較 1Q17 增加，因此預估 2Q17 的毛利率將受到影響。

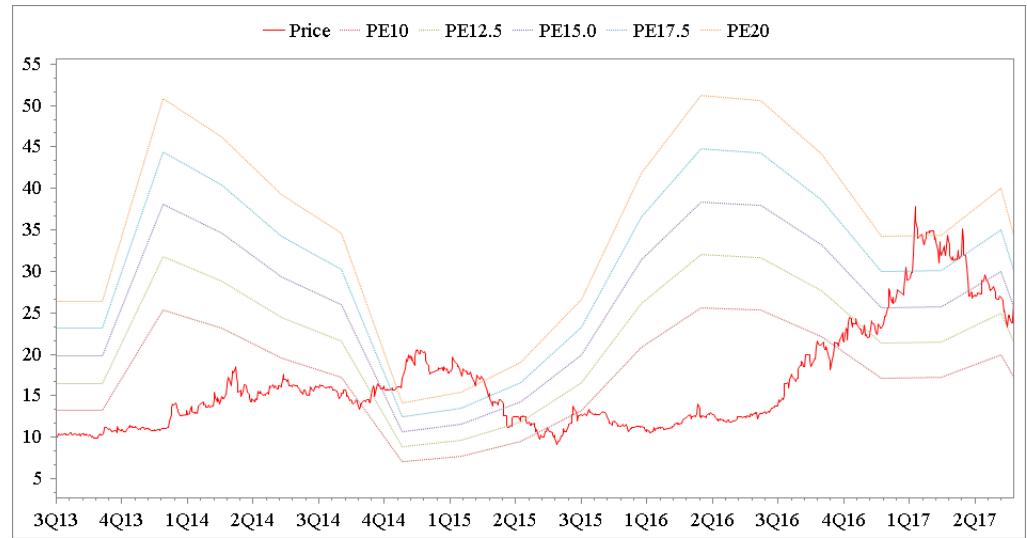
◆ 塑膠及證券事業持續好轉

轉投資塑膠事業(富川精密)及證券事業(越南富鑫證券)方面，目前塑膠事業仍以現有音響客戶為主，提供音響內部所需相關零件，工廠設在北越，除了汽車音響零件外還有做行李箱扣件等產品，行李箱產品的進度比預期慢的原因，是客戶本來就有供應商，因此舊產品的供應鏈不易切入，要等客戶推出新產品才較有機會切入，富川目前月營收約 2300~2400 萬，評估月營收要達 3 千萬以上才會由虧轉盈，近半年來富川虧損的數字持續在縮小，目前已接近損益兩平。至於富鑫證券目前已經擺脫虧損，不過獲利金額不大，由於目前越南股市的規模仍不大，因此暫時不急著擴充規模，等待更好的時機。

◆ 2H17 營運成長動能可望轉佳

鋁新 1H17 的營運受到新台幣升值的影響，尤其是 1Q17 的匯兌損失導致單季獲利低於預期，累計 01~06/2017 營收 10.81 億元(YoY-3.52%)，若排除匯率波動的影響，1H17 的營收仍較 1H16 小幅成長。由於以往的營運旺季落在第三季，2H17 旺季效應可期，預期 2H17 的營運成長動能將轉佳，2017 年毛利率的目標是達 30%，不過以目前的原材料價格及匯率的走勢來評估，2017 年的毛利率要維持在 2016 年的 30.98% 以上恐有難度，預估 2017 年 EPS 1.7 元(以減資後股本 8 億元計算)，評價給予未來四季 ESP 2 元及 PER 15X，首次的投資評等為持有。

PE 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
20170721	持有	30.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年7月21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	2,162	2,348	2,368	520	601	645	582	534	547	635	652	597
營業毛利	509	727	640	138	201	229	159	141	142	177	179	159
營業費用	340	355	385	96	88	86	84	85	99	100	102	99
營業利益	141	343	231	34	102	130	77	32	43	78	78	60
營業外收支	-22	-35	-22	-3	-8	-9	-14	-7	-5	-5	-5	-5
稅前純益	119	308	208	30	94	120	63	25	38	73	73	55
稅後純益	75	215	136	20	48	87	60	13	23	50	50	37
最新股本	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
稅後 EPS (元)	0.93	2.69	1.70	0.25	0.60	1.09	0.75	0.16	0.28	0.63	0.63	0.46
經營效率(%)												
毛利率	23.56	30.98	27.03	26.62	33.39	35.53	27.34	26.49	25.92	27.94	27.51	26.71
營業利益率	6.53	14.6	9.74	6.44	17.05	20.11	13.26	6.03	7.85	12.21	11.95	10.12
稅前純益率	5.5	13.13	8.8	5.85	15.72	18.67	10.8	4.68	6.94	11.42	11.18	9.29
稅後純益率	3.45	9.18	5.74	3.84	7.99	13.51	10.37	2.38	4.16	7.88	7.72	6.22
YoY(%)												
營收	1.32	8.6	0.85	6.81	14.93	10.18	2.66	2.65	-8.95	-1.62	12.11	11.78
營業利益	-15.72	142.86	-32.74	166.51	203.57	146.06	83.19	-3.89	-58.08	-40.26	1.02	87.54
稅前純益	-59.52	159.02	-32.39	308.07	249.33	166.2	60.19	-18.02	-59.84	-39.78	16.06	122
稅後純益	-59.61	189.07	-36.95	220.39	139.51	140.06	404.58	-36.28	-52.6	-42.58	-16.58	192.06
QoQ(%)												
營收				-8.22	15.44	7.46	-9.83	-8.23	2.39	16.11	2.75	-8.5
營業利益				-20.42	205.44	26.75	-40.54	-58.25	33.21	80.64	0.55	-22.49
稅前純益				-22.39	210.08	27.55	-47.81	-60.28	51.89	91.27	0.58	-24.03
稅後純益				66.85	140.54	81.59	-30.77	-78.93	78.94	119.96	0.58	-26.23

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	2,555	2,631	2,755
現金及約當現金	681	699	589
公允價值衡量金融資產	0	0	1
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	263	407	511
非流動資產	1,437	1,447	1,417
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	866	893	831
無形資產	16	13	12
資產總計	3,992	4,079	4,172
流動負債	2,128	1,820	2,021
短期借款	1,161	1,205	1,346
非流動負債	112	303	298
負債總計	2,240	2,123	2,320
股本	912	911	911
普通股股本	912	911	911
資本公積	214	214	214
保留盈餘	364	505	518
庫藏股票	-1	0	0
股東權益	1,752	1,956	1,852
每股淨值(元)	17.45	18.47	17.5
流動比率(%)	120.06	144.61	136.3
速動比率(%)	103.03	116.22	103.41
應收帳款週轉率(%)	1.81	1.62	0.37
負債比率(%)	56.11	52.05	55.61
稅後股東權益報酬率(%)	4.68	13.17	0.78

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	119	308	25
折舊及攤提費用	156	158	36
利息費用	50	57	13
股利收入	0	0	--
權益法認列關聯企業損益	7	23	6
處分不動產、廠房及設備	5	2	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	1	0	0
應收帳款增減	-7	-38	-14
存貨增減	123	-138	-107
應付帳款增減	8	-23	67
營業活動現金流量	-33	307	-107
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	-8	--
取得不動產、廠房及設備	-213	-206	-25
處分不動產、廠房及設備	2	2	0
投資活動現金流量	-271	-145	-69
短期借款增減	509	97	203
長期借款增減	-145	-227	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-91	-73	--
庫藏股票增減	-1	0	--
籌資活動現金流量	273	-105	200
淨現金流量	-54	18	-110

資料來源：CMoney · JS 預估

2017年7月21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