

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2228 TT 劍麟	中立 目標價 -	劍麟的投資評等為中立，主要理由如下： (1) 汽車產品成長動能不足，展示架產品訂單未見好轉跡象； (2) 2H17營運可望止穩，惟後續營運能見度仍欠佳，且目前評價未偏低。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

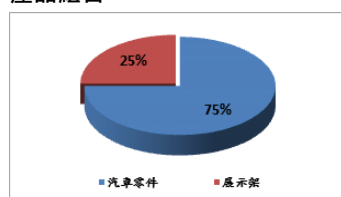
近期投資評等

08/22/2017	持有/中立
10/27/2016	持有/中立

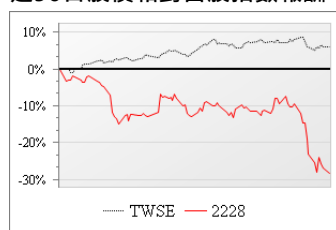
公司基本資料

收盤價(元)(08/21/2017)	115.00
股本(百萬元)	758
總市值(億元)	87.2
每股淨值(元)	46.85
外資持股比(%)	4.84
投信持股比(%)	4.60
近 20 日均量(張)	482
融資餘額(08/21/2017)	1,107

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	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	4,461	4,225	1,166	1,018	1,024	1,017	1,073	1,032
營業毛利	1,423	1,259	355	285	307	313	330	309
營業利益	880	681	204	136	167	174	184	168
稅後純益	688	470	125	85	131	129	147	108
稅後 EPS (元)	9.07	6.21	1.65	1.12	1.73	1.71	1.95	1.42
毛利率(%)	31.91	29.81	30.47	27.97	29.92	30.77	30.73	29.93
營業利益率(%)	19.73	16.11	17.46	13.35	16.29	17.16	17.15	16.31
稅後純益率(%)	15.42	11.13	10.75	8.32	12.8	12.72	13.74	10.43
營業收入 YoY/QoQ (%)	13.08	-5.3	6.98	-12.66	0.62	-0.76	5.51	-3.82
營業利益 YoY/QoQ (%)	24.93	-22.66	5.76	-33.24	22.78	4.54	5.48	-8.55
稅後純益 YoY/QoQ (%)	10.91	-31.6	-26.28	-32.45	54.87	-1.41	14.04	-27.01

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

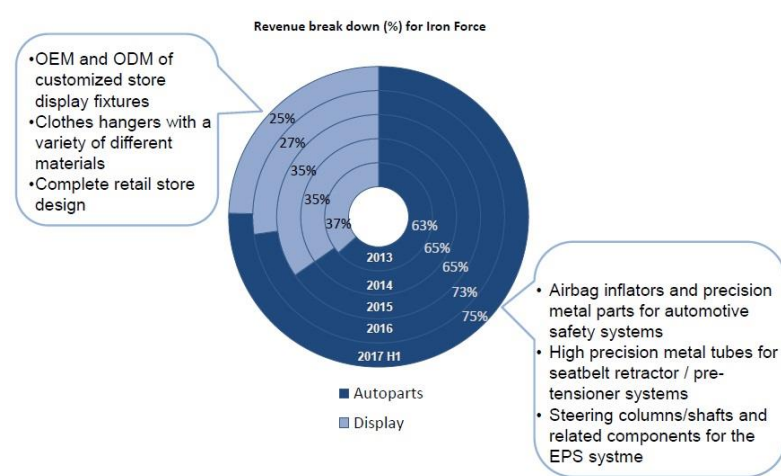
重點摘要

- ◆ **匯率變動加上展示架產品衰退，1H17營運表現欠佳：**劍麟1H17累計營收YoY-2%，其中汽車產品營收YoY+3.03%，展示架產品營收YoY-14.97%，3Q16開始受到全球服飾業進行庫存調整的影響，劍麟多數客戶的訂單都呈現縮減，導致展示架產品持續衰退，至今仍未見訂單回穩的跡象，為1H17營運表現欠佳的主因。另外影響1H17營運表現的重要因子為匯率，劍麟目前帳上歐元、美金及人民幣各佔約三分之一的比重，由於三個幣別兌新台幣皆呈現貶值，因此直接對營運造成影響，累計1H17營業利益3.39億元(YoY-25.23%)、稅後淨利2.1億元(YoY-29.35%)、EPS 2.77元(1H16 EPS 4.68元)，各項獲利數據多呈現明顯衰退。
- ◆ **高田召回事件影響訂單，後續變化仍待觀察：**全球第二大汽車安全氣囊供應商高田(Takata)因產品設計出現瑕疵，進行大規模召回更換，並已在日本跟美國提出破產保護，高田美國加上日本子公司約佔劍麟合併營收8%，債權約美金100萬元，劍麟尚未對這部分提列相關備抵呆帳，會持續關注破產保護後的收款狀況。由於高田要賣給寧波均勝(600699.SH)，劍麟未來會直接跟寧波均勝繼續做生意，不過高田以往佔劍麟安全氣囊產品的營收比重高達2成以上，短中期內的業績仍將受到影響，中長期汽車安全氣囊市場的版塊變化仍須持續觀察。
- ◆ **2H17營運可望止穩，後續營運成長動能仍在安全帶及轉向系統產品：**展望2H17，07/2017營收受到中國客戶端休高溫假的影響低於預期，預估08/2017的營收將逐步好轉，加上新廠產能的挹注，到年底前的營收將持續回溫，不過展示架產品仍受到美國百貨業狀況仍欠佳的影響，整體展示架的訂單到目前仍未見好轉跡象。整體而言，預縮式安全帶及轉向系統產品仍是帶動後續營運成長的主要動力來源，日盛預估劍麟2017年EPS 6.21元，短期營運能見度仍欠佳且目前評價未偏低，投資評等為中立。

◆ **公司簡介**

劍麟成立於1977年，早期是從事進出口貿易為主要業務，1987年從貿易商轉型為製造業，1993年開始開發汽車安全氣囊充氣器零件，2005年進入中國投資，目前主要業務區分為汽車零件與展示架家用品2個事業部，汽車零件事業部的生產基地位於南投及中國浙江，主要產品為汽車安全氣囊充氣器、預縮式安全帶精密導管，以及轉向系統零組件等。近年來隨著汽車零件產品的出貨持續放大，汽車零件事業部的營收比重已從先前約5成提升至目前佔75%的水準，展示架家用品以衣架、展示架及家用五金等為主要產品，目前營收比重約25%。

圖一、劍麟汽車與展示架產品營收比重

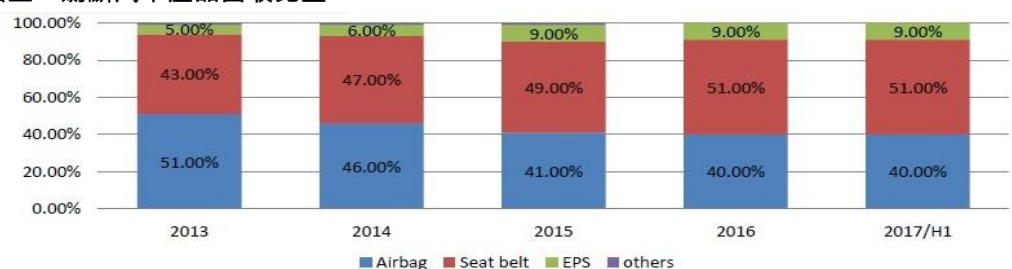


資料來源：劍麟

◆ **汽車零件產品穩定成長**

隨著全球汽車銷售量持續成長加上每台新車搭載安全氣囊的平均數量持續增加，劍麟近年的業績穩定成長，目前汽車事業部門主要產品包括預縮式安全帶精密導管(佔汽車事業部門營收比重51%)、汽車安全氣囊系統(佔比40%)及轉向系統產品(佔比9%)等，汽車安全氣囊與預縮式安全帶產品在全球的市佔率都超過1成，未來2-3年預縮式安全帶產品的比重會持續增加，汽車零件產品的主要客戶為Autoliv、Takata及TRW，這三大國際廠在全球汽車安全氣囊模組合計的市佔率高達90%的水準，其中以Autoliv的佔比最大。

圖二、劍麟汽車產品營收比重



資料來源：劍麟

◆ 匯率變動加上展示架產品衰退，1H17 營運表現欠佳

劍麟1H17累計營收YoY-2%，其中汽車產品營收YoY+3.03%，展示架產品營收YoY-14.97%，展示架產品主要客戶包括H&M、Puma、UNIQLO、GAP、LACOSTE、Starbucks等廠商，不過展示架產品的訂單增減向來都不易預估，3Q16開始受到全球服飾業進行庫存調整的影響，劍麟多數客戶的訂單都呈現縮減，導致展示架產品持續衰退，至今仍未見訂單回穩的跡象，為1H17營運表現欠佳的主因。另外影響1H17營運表現的重要因子為匯率，劍麟目前帳上歐元、美金及人民幣各佔約三分之一的比重，由於三個幣別兌新台幣皆呈現貶值，因此直接對營運造成影響，加上汽車產品發生品質問題改用空運增加運費，以及增加研發費用推行自動化專案導致費用增加等影響，累計1H17營業利益3.39億元(YoY-25.23%)、稅後淨利2.1億元(YoY-29.35%)，EPS 2.77元(1H16 EPS 4.68元)，各項獲利數據多呈現明顯衰退。

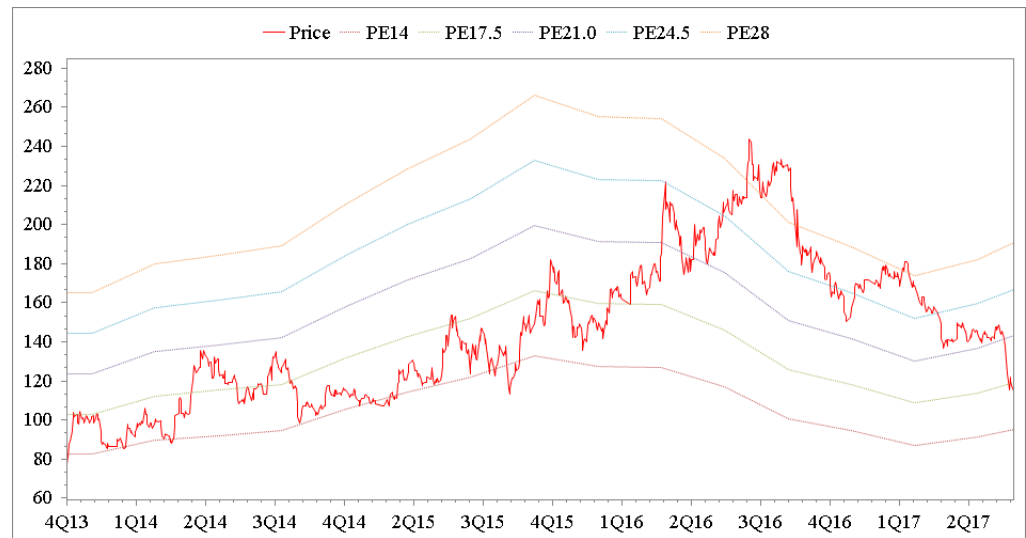
◆ 高田召回事件影響訂單，後續變化仍待觀察

全球第二大汽車安全氣囊供應商高田(Takata)因產品設計出現瑕疵，進行大規模召回更換，導致高田已在日本跟美國提出破產保護，劍麟跟高田的德國、中國、波蘭、羅馬尼亞、美國、日本等子公司都有往來，高田美國加上日本子公司約佔劍麟合併營收8%，債權約美金100萬元，劍麟尚未對這部分提列相關備抵呆帳，會持續關注破產保護後的收款狀況。由於高田要賣給寧波均勝(600699.SH)，均勝集團要求高田申請破產保護確認其債務狀況，且汽車安全氣囊產業是寡占市場，高田若宣布倒閉，車廠短期內將沒有相同的產品可供選擇，因此車廠也不樂見高田倒閉，劍麟未來會直接跟寧波均勝繼續做生意，不過高田以往佔劍麟安全氣囊產品的營收比重高達2成以上，短中期內的業績仍將受到影響，中長期汽車安全氣囊市場的版塊變化仍須持續觀察。

◆ 2H17 營運可望好轉，預縮式安全帶及轉向系統仍是後續營運成長動力來源

展望 2H17，汽車零件在排除匯率的影響後，成長趨勢不變，07/2017 營收受到中國客戶端休高溫假的影響低於預期，預估 08/2017 的營收若無高溫假的影響將逐步好轉，目前汽車零件的訂單看來都正常，加上新廠產能的挹注，到年底前的營收將持續回溫，不過展示架產品部份，雖然 H&M 及 UNIQLO 等客戶的訂單有個位數百分比的成長，但仍受到美國百貨業狀況仍欠佳的影響，整體展示架的訂單到目前仍未見好轉跡象，不過由於 2H16 的基期已變低，2H17 相對要再衰退的幅度相對有限。整體而言，預縮式安全帶及轉向系統產品仍是帶動後續營運成長的主要動力來源，預縮式安全帶將持續偕同客戶開發新產品，預估到 2021 年的年複合成長率達 8%，由於市場競爭者較少，市佔率將持續提升，日盛預估劍麟 2017 年 EPS 6.21 元，短期營運能見度仍欠佳且目前評價未偏低，投資評等為中立。

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
20170822	中立	
20161027	持有	216.0
20151118	持有	187.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2015	2016	2017F	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	3,945	4,461	4,225	1,130	1,142	1,090	1,166	1,018	1,024	1,017	1,073	1,032
營業毛利	1,247	1,423	1,259	353	370	338	355	285	307	313	330	309
營業費用	543	543	579	130	136	146	152	149	140	138	146	141
營業利益	705	880	681	223	234	192	204	136	167	174	184	168
營業外收支	120	50	1	23	-11	32	-34	35	5	-5	10	-10
稅前純益	824	930	682	245	223	224	170	171	172	169	194	158
稅後純益	620	688	470	173	164	170	125	85	131	129	147	108
最新股本	758	758	758	758	758	758	758	758	758	758	758	758
稅後 EPS(元)	8.18	9.07	6.21	2.29	2.17	2.24	1.65	1.12	1.73	1.71	1.95	1.42
經營效率(%)												
毛利率	31.62	31.91	29.81	31.21	32.37	31.04	30.47	27.97	29.92	30.77	30.73	29.93
營業利益率	17.86	19.73	16.11	19.71	20.46	17.67	17.46	13.35	16.29	17.16	17.15	16.31
稅前純益率	20.89	20.84	16.15	21.7	19.51	20.59	14.58	16.79	16.78	16.66	18.08	15.34
稅後純益率	15.72	15.42	11.13	15.32	14.38	15.6	10.75	8.32	12.8	12.72	13.74	10.43
YoY(%)												
營收	12.49	13.08	-5.3	25.33	3.86	8.62	6.07	-9.93	-10.31	-6.69	-7.97	1.34
營業利益	23.72	24.93	-22.66	64.29	11.03	-5.11	-11.98	-38.99	-28.6	-9.38	-9.62	23.81
稅前純益	32	12.83	-26.63	46.16	-11.87	0.24	-28.37	-30.31	-22.87	-24.5	14.11	-7.43
稅後純益	27.43	10.91	-31.6	53.22	-15.5	-1.34	-30.46	-51.12	-20.15	-23.97	17.62	27.1
QoQ(%)												
營收				2.85	1.05	-4.6	6.98	-12.66	0.62	-0.76	5.51	-3.82
營業利益				-3.68	4.91	-17.63	5.76	-33.24	22.78	4.54	5.48	-8.55
稅前純益				3.36	-9.16	0.71	-24.24	0.56	0.53	-1.41	14.49	-18.42
稅後純益				-3.9	-5.19	3.54	-26.28	-32.45	54.87	-1.41	14.04	-27.01

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	2Q17
流動資產	2,562	3,016	2,854
現金及約當現金	943	1,143	957
公允價值衡量金融資產	43	40	38
備供出售金融資產	23	235	240
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	718	702	729
非流動資產	1,685	1,816	1,900
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,349	1,585	1,612
無形資產	12	12	12
資產總計	4,247	4,832	4,754
流動負債	619	897	983
短期借款	0	270	0
非流動負債	292	277	307
負債總計	910	1,174	1,291
股本	752	758	758
普通股股本	752	758	758
資本公積	1,002	1,067	786
保留盈餘	1,545	1,886	2,020
庫藏股票	--	--	--
股東權益	3,336	3,658	3,463
每股淨值(元)	44.37	48.29	45.7
流動比率(%)	414.02	336.16	290.18
速動比率(%)	292.1	255.5	212.54
應收帳款週轉率(%)	5.26	5.51	1.15
負債比率(%)	21.44	24.3	27.15
稅後股東權益報酬率(%)	20.9	19.67	2.37

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
繼續營業單位稅前損益	824	930	341
折舊及攤提費用	124	139	79
利息費用	4	2	1
股利收入	3	4	0
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	3	3	3
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	8	-138	35
存貨增減	-74	15	-27
應付帳款增減	84	-21	-12
營業活動現金流量	775	776	260
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	0	--
取得不動產、廠房及設備	-408	-445	-138
處分不動產、廠房及設備	3	0	0
投資活動現金流量	-588	-407	-149
短期借款增減	0	270	-270
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	300	0	0
公司債償還	--	--	--
現金增資	210	0	0
發放現金股利	-251	-338	0
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	259	-68	-270
淨現金流量	415	200	-186

資料來源：CMoney · JS 預估

2017年8月22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