2017 年 9 月 5 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1569 TT 濱川	買進 目標價 48	濱川的投資評等為買進，目標價48元，潛在報酬率33%，主要理由如下： (1) HP的負面影響已轉為正面貢獻，CNC機殼比重提升將帶動毛利率上揚； (2) 積極擴充CNC機台，2017年~2018年獲利可望快速提高。(以2018年PER 8X評價)

研究員 呂金源
alumi@jsun.com

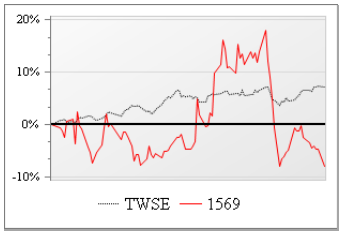
近期投資評等

09/05/2017	買進

公司基本資料

收盤價(元)(09/04/2017)	35.95
股本(百萬元)	1,010
總市值(億元)	36.3
每股淨值(元)	29.33
外資持股比(%)	0.91
投信持股比(%)	2.79
近 20 日均量(張)	1,767
融資餘額(09/04/2017)	6,491

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **毛利率已回復正常水準，預期將持續走揚：** 2Q17 公司營收 8.69 億元，QoQ+16.6%，毛利率進一步提升至 22.9%，2Q17 毛利率雖持續上揚，但公司並不滿意，主因部分新款產品良率較低所影響。營業利益 1.16 億元，QoQ+18.4%，營業費用較 1Q17 增加 0.18 億元，主要是客戶要求銷貨折讓所致，稅後淨利 0.51 億元，QoQ-29.7%，主因保留盈餘課稅，稅率由 1Q17 的 21.9%提高至 32%的影響，獲利表現不如預期。
- **09/2017 旺季效應開始顯現，4Q17 營收將為年度高點：**公司表示 08/2017 營收僅算普通，未有大幅成長，但於 08/2017 底時旺季效應已有初步顯現，多家客戶開始積極安排出貨排程，因此預估 09/2017 業績可望出現明顯成長。而傳統 4Q 營收皆優於 3Q，預期 2017 年也不例外，單月營收可望挑戰 3.6 億元歷史高點。
- **因應 HP 新機，積極擴產 CNC 機台：**HP 計畫 2018 年將商用中高階機種 EliteBook 改為 CNC 金屬機殼，該產品線原先設計為一片沖壓金屬機殼(濱川供應)加上 2 片塑膠構件(非濱川供應)改為一片 CNC 金屬機殼加上 2 片金屬沖壓構件，全數由濱川供應，HP 推估單月出貨量可達 20 萬台。因此公司積極擴產 CNC 產能，2015 年底公司 CNC 機台共計 475 台，2016 年底為 600 台，目前 CNC 機台數為 800 台，預計 01/2017CNC 機台數將達 1000 台。A 件 CNC 單價約 20 美元，C、D 件合計單價約 24 美元，若以公司目前 CNC 毛利率約 40%，沖壓毛利率約 20%。以一年 240 萬台，營業費用率 8.5%，稅率 20%推估，扣除掉原先 A 件，該筆訂單 EPS 貢獻將達 4 元。
- **2018 年業績成長機率提高，建議買進：**日盛推估 2017 年濱川營收為 36.1 億元，YoY+27%，毛利率提升至 23.4%(CNC 機殼毛利率以 35%推估)，營業利益 5.37 億元，YoY+142%，稅後淨利 3.67 億元，YoY+102%，EPS 3.67 元。2018 年估計營收 YoY+24%，毛利率 25.7%，營業利益 7.96 億元，YoY+48%，稅後淨利 5.96 億元，YoY+62%，EPS 5.95 元。以 2018 年本益比 8 倍評價，目標價 48 元。

單位:百萬元	2017F	2018F	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	3,610	4,469	745	869	964	1,032	981	1,075
營業毛利	845	1,149	165	199	229	252	242	280
營業利益	537	796	98	116	164	160	169	186
稅後純益	367	596	73	51	123	120	128	132
稅 EPS (元)	3.67	5.95	0.73	0.51	1.23	1.20	1.27	1.32
毛利率(%)	23.39	25.7	22.1	22.88	23.79	24.39	24.67	26.02
營業利益率(%)	14.89	17.82	13.1	13.31	17.01	15.51	17.27	17.33
稅後純益率(%)	10.18	13.34	9.78	5.9	12.78	11.63	13	12.3
營業收入 YoY/QoQ (%)	26.86	23.8	-16.74	16.55	11.02	7.04	-4.94	9.52
營業利益 YoY/QoQ (%)	142.93	48.2	-6.38	18.39	41.92	-2.4	5.83	9.91
稅後純益 YoY/QoQ (%)	102.24	62.3	-19.66	-29.73	140.63	-2.56	6.21	3.62

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **濱川主要為 3C 產品金屬零組件供應商**

濱川原為專業金屬沖壓零組件廠，2011 年因接獲蘋果 iPAD 機殼訂單，正式跨入 CNC 機殼加工，1H17 營收結構為：醫療 5%、機殼(沖壓加 CNC)64%、鍵盤支架 21%、塑膠件 10%，就產品毛利率來看，醫療產品 40~50%、CNC 機殼 30~45%、沖壓機殼 20%、鍵盤支架 15%、塑膠產品 5%。

◆ **因產能配置不當，導致公司連續 3 年虧損**

公司以往營運皆呈現穩定獲利，但 2013 年~2015 年公司毛利率開始出現大幅下滑，主因公司切入 CNC 機殼加工業務所導致。公司於 2011 年因接獲 iPAD 機殼訂單，正是切入 CNC 機殼業務，由於 iPAD 訂單大幅增加，蘋果要求公司擴充 CNC 機台 2000 台，雖然蘋果承諾免費提供 1000 台，但公司評估投資金額過大，因此於 2013 年正式放棄此一訂單。

2013 年由於 HP 推出金屬機殼高階商用筆記型電腦，預計單月出貨可達 20 萬台，公司根據本身營運規模，因此決議擴產為 HP 設置專用生產線，並且積極招募員工，但 HP 銷售不如預期，單月金出貨 2 萬台，在產能利用率不佳以及直接人工費用提高，毛利率出現大幅下滑，由平均的 20%下降至 8.27%，出現該公司設立來首度的虧損。

2014 年，公司毛利率進一步下滑至 7.43%，主因在於 HP 該款產品銷售持續不振，加上 HP 更換 CEO 營運方向出現轉變，計畫出售硬體部門，因此研發出現停滯，並無新產品推出，導致公司出現連續第二年的虧損。

2015 年公司雖與 HP 溝通，將專屬生產線取消，改以承諾及時供貨，以降低機台及人員的閒置，但公司虧損仍持續擴大，毛利率進一步下滑至 0.19%，主因在於公司因營運不佳，因此計畫將大陸蘇州 CNC 及鍵盤支架生產基地進行合併，但鍵盤支架廠 80%員工拒絕前往，因此不僅造成人事費用增加，同時也使的公司產品的不良率由 5%急速提高至 20%所造成。

◆ **毛利率已回復正常水準，預期將持續走揚**

2016 年公司毛利率回升至 17.66%，主因 HP 已決定維持硬體生產部門，因此持續推出新產品，加上生產線以及人力調配得宜，單位生產成本下降以及效率提升所導致。2Q17 公司營收 8.69 億元，QoQ+16.6%，毛利率進一步提升至 22.9%，2Q17 毛利率雖持續上揚，但公司並不滿意，主因部分新款產品良率較低所影響。營業利益 1.16 億元，QoQ +18.4%，營業費用較 1Q17 增加 0.18 億元，主要是客戶要求銷貨折讓所致，稅後淨利 0.51 億元，QoQ-29.8%，主因保留盈餘課稅，稅率由 1Q17 的 21.9%提高至 32%的影響。

◆ **09/2017 旺季效應開始顯現，4Q17 營收將為年度高點**

公司表示 08/2017 營收僅算普通，未有大幅成長，但於 08/2017 底時旺季效應已有初步顯現，多家客戶開始積極安排出貨排程，因此預估 09/2017 業績可望出現明顯成長。

而傳統 4Q 營收皆優於 3Q，預期 2017 年也不例外，單月營收可望挑戰 3.6 億元歷史高點。

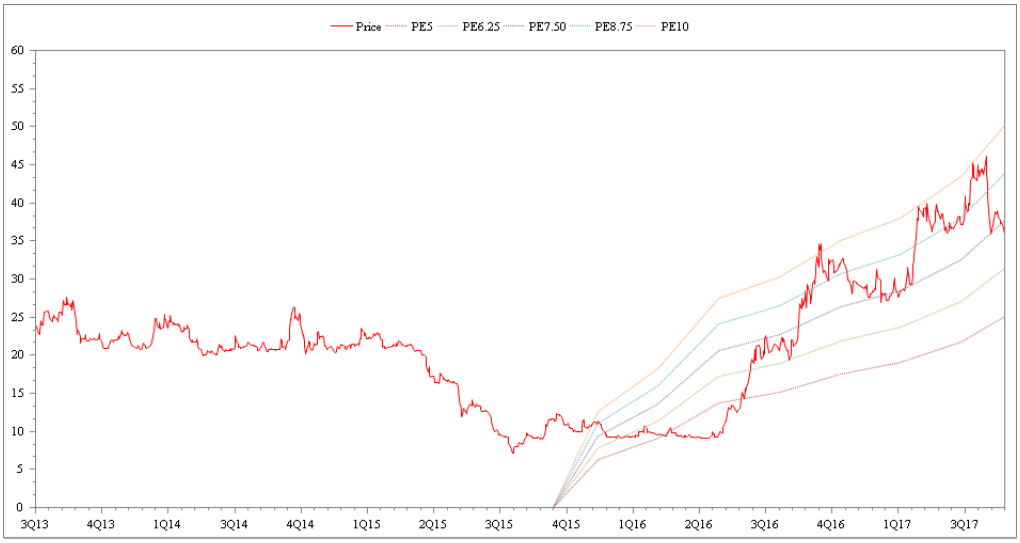
◆ **因應 HP 新機，積極擴產 CNC 機台**

由於產業能見度提高，加上 HP 計畫 2018 年將商用中高階機種 EliteBook 改為 CNC 金屬機殼，該產品線原先設計為一片沖壓金屬機殼(濱川供應)加上 2 片塑膠構件(非濱川供應)改為一片 CNC 金屬機殼加上 2 片金屬沖壓構件，全數由濱川供應，HP 推估單月出貨量可達 20 萬台，遠高於目前機種的 2 萬台/月。因此公司積極擴產 CNC 產能，2015 年底公司 CNC 機台共計 475 台，2016 年底為 600 台，目前 CNC 機台數為 800 台，目前以每個月增加 40 台的速度提升產能，稼動率約 80~90%，幾近滿載，預計 01/2017CNC 機台數將達 1000 台，估計 2017 年資本支出約 4 億元。日盛推估 A 件 CNC 單價約 20 美元，C、D 件合計單價約 24 美元，CNC 毛利率約 40%，沖壓毛利率約 20%。以一年 240 萬台，營業費用率 8.5%，稅率 20%推估，扣除掉原先 A 件，該筆訂單 EPS 貢獻將達 4 元。

◆ **2018 年業績成長機率提高，建議買進**

日盛推估 2017 年濱川營收為 36.1 億元，YoY+27%，毛利率提升至 23.4%(CNC 機殼毛利率以 35%推估)，營業利益 5.37 億元，YoY+142%，稅後淨利 3.67 億元(稅率以 22.7%推估)，YoY+102%，EPS 3.67 元。2018 年估計營收 44.7 億元，YoY+24%，由於 CNC 機殼營運比重提高，毛利率進一步提高至 25.7%，營業利益 7.96 億元，YoY+48%，稅後淨利 5.96 億元，YoY+62%，EPS 5.96 元。公司目前轉機跡象越發明顯，以 2018 年本益比 8 倍評價，目標價 48 元，建議買進。

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
20170905	買進	48.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	2,846	3,610	4,469	608	848	895	745	869	964	1,032	981	1,075
營業毛利	502	845	1,149	99	156	192	165	199	229	252	242	280
營業費用	281	307	352	57	71	87	67	83	65	92	73	93
營 利益	221	537	796	42	86	104	98	116	164	160	169	186
營業外收支	-37	-45	-40	-6	-8	-11	-4	-21	-10	-10	-10	-10
稅前純益	184	492	756	36	78	93	93	94	154	150	159	176
稅後純益	182	367	596	36	75	91	73	51	123	120	128	132
最新股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
稅後 EPS (元)	1.81	3.67	5.95	0.36	0.75	0.91	0.73	0.51	1.23	1.20	1.27	1.32
經營效率(%)												
毛利率	17.66	23.39	25.7	16.27	18.44	21.42	22.1	22.88	23.79	24.39	24.67	26.02
營業利益率	7.77	14.89	17.82	6.94	10.09	11.65	13.1	13.31	17.01	15.51	17.27	17.33
稅前純益率	6.47	13.63	16.92	5.99	9.2	10.38	12.53	10.88	15.98	14.54	16.25	16.4
稅後純益率	6.38	10.18	13.34	5.88	8.86	10.14	9.78	5.9	12.78	11.63	13	12.3
YoY(%)												
營收	21.32	26.86	23.8	15.46	41.4	34.02	50.52	42.96	13.68	15.32	31.67	23.72
營業利益	--	142.93	48.2	--	--	60.74	--	174.29	91.71	53.52	73.53	61.09
稅前純益	--	167.18	53.75	--	--	127.44	--	159.62	97.38	61.56	70.8	86.54
稅後純益	--	102.24	62.3	--	--	160.92	--	43.38	64.04	32.36	74.99	158.06
QoQ(%)												
營收				22.72	39.62	5.51	-16.74	16.55	11.02	7.04	-4.94	9.52
營業利益				--	103.05	21.87	-6.38	18.39	41.92	-2.4	5.83	9.91
稅前純益				--	114.49	19.04	0.47	1.2	63.07	-2.56	6.21	10.53
稅後純益				--	110.32	20.76	-19.66	-29.73	140.63	-2.56	6.21	3.62

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	2,153	2,267	2,405
現金及約當現金	196	320	300
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	570	662	670
非流動資產	2,503	2,337	2,331
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,060	1,885	1,974
無形資產	6	1	1
資產總計	4,656	4,605	4,737
流動負債	2,292	1,753	1,964
短期借款	818	716	962
非流動負債	392	815	575
負債總計	2,684	2,567	2,539
股本	938	965	1,007
普通股股本	938	938	1,005
資本公積	682	715	766
保留盈餘	209	391	454
庫藏股票	--	--	--
股東權益	1,972	2,038	2,197
每股淨值(元)	21.03	21.1	20.84
流動比率(%)	93.92	129.38	122.43
速動比率(%)	67.39	89.34	85.76
應收帳款週轉率(%)	1.81	2.46	0.72
負債比率(%)	57.64	55.75	53.61
稅後股東權益報酬率(%)	-15.34	9.06	2.48

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	-337	184	188
折舊及攤提費用	461	427	222
利息費用	42	51	27
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	-1	-2	-1
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	265	4	-61
存貨增減	-178	-172	-31
應付帳款增減	-104	173	-95
營業活動現金流量	-11	612	52
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	-127	-202	-230
處分不動產、廠房及設備	5	12	5
投資活動現金流量	-123	-192	-226
短期借款增減	-265	-75	260
長期借款增減	-238	-290	-88
公司債發行	200	130	--
公司債償還	-17	0	--
現金增資	159	0	--
發放現金股利	--	--	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-220	-235	255
淨現金流量	-279	124	-20

資料來源：CMoney · JS 預估

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