

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6803 TT 崑鼎	中立 目標價 175	崑鼎的投資評等為中立，目標價175元，潛在漲幅4.2%，主要理由如下： (1) 3Q營收優於預期，然2017年因基期因素導致全年獲利衰退； (2) 2018年在缺乏兩座焚化爐影響之下成長動能不足，給予中立評價。

研究員 侯相印

jameshou@jsun.com

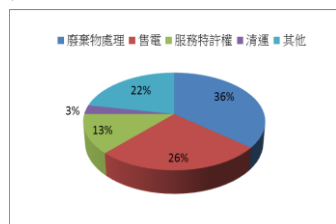
**近期投資評等**

10/11/2017	持有/中立
-	-
-	-

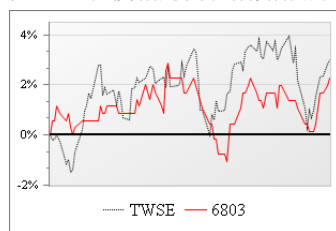
**公司基本資料**

收盤價(元)(10/06/2017)	168.00
股本(百萬元)	668
總市值(億元)	112.2
每股淨值(元)	71.48
外資持股比(%)	2.67
投信持股比(%)	0.25
近 20 日均量(張)	36
融資餘額(10/06/2017)	721

**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	2017F	2018F	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	4,453	4,578	1,059	1,116	1,201	1,078	1,091	1,152
營業毛利	1,240	1,251	325	296	334	285	298	312
營業利益	1,065	1,060	279	262	286	238	253	265
稅後純益	770	777	178	206	211	175	182	195
稅後 EPS(元)	11.53	11.64	2.66	3.08	3.16	2.63	2.73	2.92
毛利率(%)	27.84	27.33	30.66	26.55	27.79	26.45	27.3	27.1
營業利益率(%)	23.91	23.16	26.39	23.46	23.79	22.09	23.17	23.02
稅後純益率(%)	17.29	16.98	16.8	18.45	17.57	16.27	16.7	16.92
營業收入 YoY/QoQ(%)	-10.14	2.81	1.21	5.38	7.64	-10.27	1.21	5.58
營業利益 YoY/QoQ(%)	-34.55	-0.44	25.78	-6.31	9.14	-16.69	6.18	4.87
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-9.2	0.95	17.77	15.71	2.49	-16.9	3.9	6.96

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

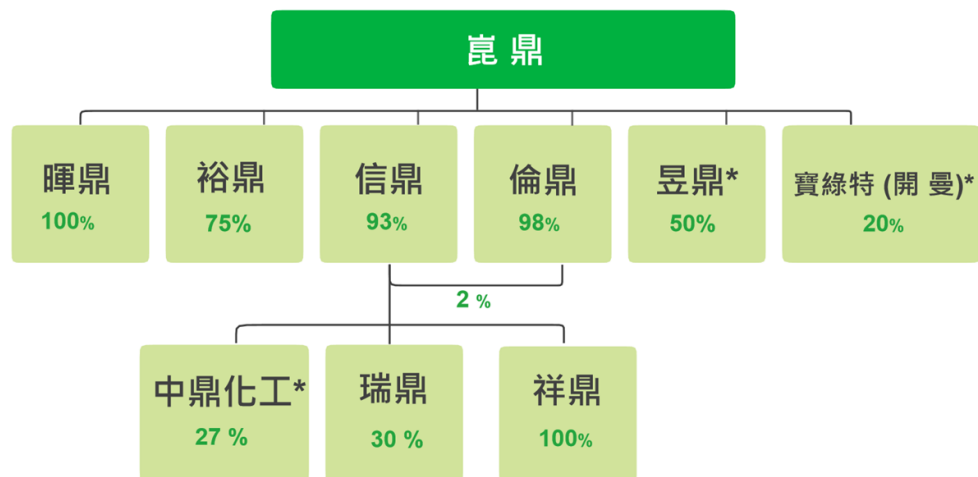
**重點摘要**

- ◆ **1H17無一次性收入，獲利衰退YoY-20%**：崑鼎主要經營廢棄物清運、處理、焚化等相關業務，01~08/2017營收組成廢棄物處理收入36%、售電收入26%、其他收入22%、服務特許權收入13%、清運收入3%；1H17稅後淨利3.8億元(YoY-20.2%)，稅後EPS 5.76元，衰退係因1H16有澳門售電調整金認列5.8億元，造成03/2016單月營收上升至9.4億元(YoY+190%)，若扣除一次性收入影響，1H17營收與獲利為小幅成長，合計1H17營收21.8億元(YoY-20.6%)。
- ◆ **3Q17營收優於預期，然2017全年獲利衰退**：3Q17營收12億元(YoY+2.7%)，自結稅前淨利3億元(YoY+0.3%)，略優於市場預期，主因為廢棄物清運價格提高使得轉投資暉鼎(持股100%)3Q17營收3億元(YoY+20%)，優於預期。預估4Q17營收10.8億元(YoY+3%)，稅後淨利1.8億元(YoY+15.9%)，稅後EPS 2.63元；2017年在少了兩座焚化爐(新店於11/2016、樹林於07/2017到期)以及2016年基期較高下，預估2017年營收44.5億元(YoY-10.2%)，稅後淨利7.7億元(YoY-9.2%)，稅後EPS 11.55元。
- ◆ **因應海外市場需求，設立新品牌**：崑鼎為因應海外市場需求，推出雙品牌計畫，將在原中鼎集團品牌外，設立崑鼎自有品牌「ECOVE」，意即生態寶庫的概念，在海外發展部分，東南亞及印度將以集團在地資源與當地企業參與合作案，在馬來西亞吉隆坡案已通過當地政府審查，目前正在等待開標作業，預計2018年將有相關成果；中國大陸部分，目前已取得第九座焚化廠監管服務，未來將以焚化監管業務為基礎，並與當地企業參與合作案。展望2018年，雖然少了兩座焚化爐貢獻營收，但在轉投資暉鼎(持股50%)因國內政府執行太陽能2年推動計畫，增加太陽能地面型及水域型設置場域投資機會使其獲利明顯轉佳(1H17獲利YoY+267%)，以及寶綠特(持股20%)獲利由虧轉盈情況下，預估2018年營收45.8億元(YoY+2.8%)，毛利率27.3%(YoY-0.5ppts)，稅後淨利7.78億元(YoY+0.9%)，稅後EPS 11.66元，目前PER約14X，考量其缺乏營收成長動能，僅能以高殖利率股看待，給予其目標價175元，殖利率約6%。(以2018EPS\*PER 15X)

◆ 公司簡介：

崑鼎主要經營廢棄物清運、處理、焚化等相關業務，01~08/2017 營收組成廢棄物處理收入 36%、售電收入 26%、其他收入 22%、服務特許權收入 13%、清運收入 3%，其為整合環境資源公司所成立的控股公司，主要轉投資有信鼎、倫鼎、裕鼎及暉鼎，信鼎主要為國內焚化爐廠操作相關業務，倫鼎主要負責台中烏日焚化爐 BOT 案，裕鼎主要負責苗栗焚化爐 BOT 案，暉鼎主要為國內廢棄物清運，此外轉投資昱鼎為與太陽能業者昱晶(3514)合資成立，寶綠特主要為寶特瓶回收事業；1H17 各事業體獲利情形:信鼎獲利 1.5 億元(YoY-44.5%)、倫鼎獲利 1.5 億元(YoY+5.7%)、裕鼎獲利 5,300 萬元(YoY-9.3%)、暉鼎獲利 2,200 萬元(YoY+11.8%)、昱鼎獲利 960 萬元(YoY+267.5%)、寶綠特獲利 896 萬元(轉虧為盈)。

圖一、崑鼎轉投資



資料來源：崑鼎、日盛彙整

◆ 1H17 因無一次性收入，導致獲利衰退：

1H17 稅後淨利 3.8 億元(YoY-20.2%)，稅後 EPS 5.76 元，衰退係因 1H16 有澳門售電調整金認列 5.8 億元，造成 03/2016 單月營收上升至 9.4 億元(YoY+190%)，若扣除一次性收入影響，1H17 營收與獲利為小幅成長，合計 1H17 營收 21.8 億元(YoY-20.6%)。

◆ 3Q17 營收優於預期，然 2017 全年獲利衰退：

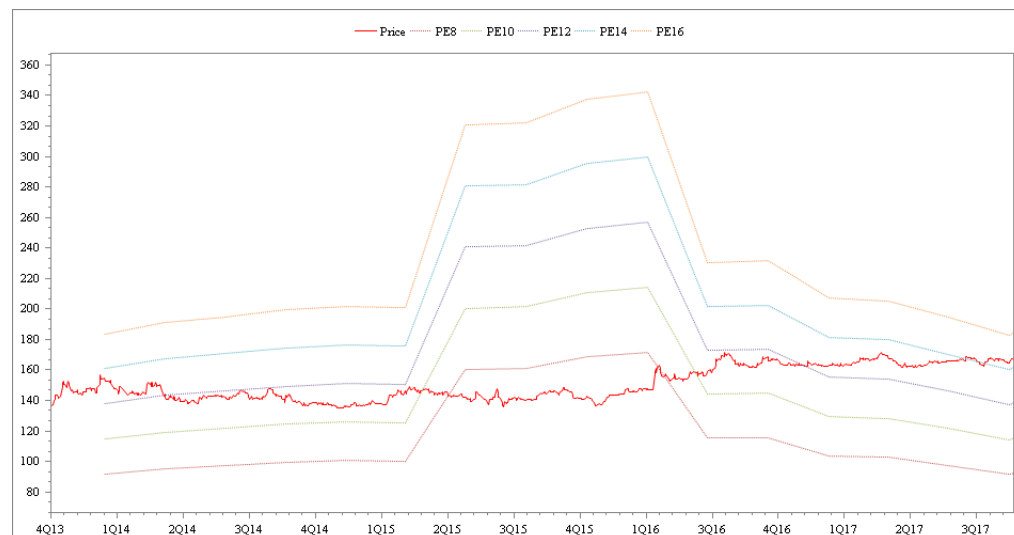
3Q17 營收 12 億元(YoY+2.7%)，自結稅前淨利 3 億元(YoY+0.3%)，略優於市場預期，主因為廢棄物清運價格提高使得轉投資暉鼎(持股 100%) 3Q17 營收 3 億元(YoY+20%)，優於預期。預估 4Q17 營收 10.8 億元(YoY+3%)，稅後淨利 1.8 億元(YoY+15.9%)，稅後 EPS 2.63 元；2017 年在少了兩座焚化爐(新店於 11/2016、樹林於 07/2017 到期)以及 2016 年基期較高下，預估 2017 年營收 44.5 億元(YoY-10.2%)，稅後淨利 7.7 億元(YoY-9.2%)，稅後 EPS 11.55 元。

2017年10月11日

◆ **因應海外市場需求，設立新品牌：**

崑鼎為因應海外市場需求，推出雙品牌計畫，將在原中鼎集團品牌外，設立崑鼎自有品牌「ECOVE」，意即生態寶庫的概念，在海外發展部分，東南亞及印度將以集團在地資源與當地企業參與合作案，在馬來西亞吉隆坡案已通過當地政府審查，目前正在等待開標作業，預計2018年將有相關成果；中國大陸部分，目前已取得第九座焚化廠監管服務，未來將以焚化監管業務為基礎，並與當地企業參與合作案。展望2018年，雖然少了兩座焚化爐貢獻營收，但在轉投資昱鼎(持股50%)因國內政府執行太陽能2年推動計畫，增加太陽能地面型及水域型設置場域投資機會使其獲利明顯轉佳(1H17獲利YoY+267%)，以及寶綠特(持股20%)獲利由虧轉盈情況下，預估2018年營收45.8億元(YoY+2.8%)，毛利率27.3%(YoY-0.5ppts)，稅後淨利7.78億元(YoY+0.9%)，稅後EPS 11.66元，目前PER約14X，考量其缺乏營收成長動能，僅能以高殖利率股看待，給予其目標價175元，殖利率約6%。(以2018EPS\*PER 15X)

**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
20171011	持有/中立	175.0
20160929	持有/中立	180.0
20150909	持有/中立	180.0

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	4,956	4,453	4,578	1,125	1,170	1,046	1,059	1,116	1,201	1,078	1,091	1,152
營業毛利	1,800	1,240	1,251	313	337	274	325	296	334	285	298	312
營業費用	173	175	191	35	47	52	45	34	48	47	45	47
營業利益	1,627	1,065	1,060	278	290	222	279	262	286	238	253	265
營業外收支	31	48	36	14	7	7	-3	29	13	9	3	11
稅前純益	1,658	1,113	1,096	292	298	229	276	291	299	247	256	276
稅後純益	848	770	777	195	216	151	178	206	211	175	182	195
最新股本	668	668	668	668	668	668	668	668	668	668	668	668
稅後 EPS(元)	12.70	11.53	11.64	2.92	3.23	2.26	2.66	3.08	3.16	2.63	2.73	2.92
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	36.33	27.84	27.33	27.83	28.8	26.21	30.66	26.55	27.79	26.45	27.3	27.1
營業利益率	32.84	23.91	23.16	24.74	24.82	21.23	26.39	23.46	23.79	22.09	23.17	23.02
稅前純益率	33.46	24.99	23.94	25.98	25.45	21.92	26.07	26.1	24.87	22.92	23.45	23.96
稅後純益率	17.11	17.29	16.98	17.33	18.45	14.44	16.8	18.45	17.57	16.27	16.7	16.92
<b>YoY(%)</b>												
營收	21.5	-10.14	2.81	10.61	8.59	2.59	-34.39	-0.85	2.65	3	3	3.2
營業利益	81.99	-34.55	-0.44	12.1	18.89	25.65	-66.59	-5.97	-1.59	7.15	-9.54	1.25
稅前純益	71.14	-32.88	-1.52	6.35	6.01	23.49	-67.09	-0.39	0.31	7.72	-7.35	-5.27
稅後純益	19.39	-9.2	0.95	-4.13	2.82	13.2	-37.82	5.54	-2.24	16.05	2.38	-5.36
<b>QoQ(%)</b>												
營收				-30.27	3.96	-10.58	1.21	5.38	7.64	-10.27	1.21	5.58
營業利益				-66.71	4.28	-23.49	25.78	-6.31	9.14	-16.69	6.18	4.87
稅前純益				-65.14	1.86	-22.99	20.37	5.5	2.58	-17.3	3.53	7.86
稅後純益				-31.83	10.64	-30	17.77	15.71	2.49	-16.9	3.9	6.96

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	3,883	3,881	4,072
現金及約當現金	1,232	1,230	2,021
公允價值衡量金融資產	321	767	216
備供出售金融資產	132	100	131
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	54	52	49
非流動資產	3,773	3,440	3,409
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	51	54	61
無形資產	--	--	--
資產總計	7,656	7,321	7,481
流動負債	1,959	1,417	2,179
短期借款	--	--	--
非流動負債	786	639	553
負債總計	2,744	2,056	2,732
股本	659	665	668
普通股股本	658	665	668
資本公積	2,069	2,127	2,158
保留盈餘	1,686	1,889	1,515
庫藏股票	--	--	--
股東權益	4,912	5,265	4,749
每股淨值(元)	67.4	70.45	64.53
流動比率(%)	198.26	273.84	186.88
速動比率(%)	189.75	262.32	178.77
應收帳款週轉率(%)	3.88	4.28	0.69
負債比率(%)	35.85	28.09	36.52
稅後股東權益報酬率(%)	16.39	18.6	4.5

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	969	1,658	567
折舊及攤提費用	31	29	15
利息費用	10	6	2
股利收入	-16	-5	-1
權益法認列關聯企業損益	-25	-7	-28
處分不動產、廠房及設備	0	-3	0
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	-83	59	-139
存貨增減	-10	2	4
應付帳款增減	170	-71	-5
<b>營業活動現金流量</b>	<b>1,221</b>	<b>874</b>	<b>846</b>
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	-95	0	--
取得不動產、廠房及設備	-9	-20	-15
處分不動產、廠房及設備	0	3	0
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-129</b>	<b>327</b>	<b>144</b>
短期借款增減	0	0	0
長期借款增減	-158	-167	-88
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-718	-1,110	-155
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-785</b>	<b>-1,203</b>	<b>-198</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>307</b>	<b>-2</b>	<b>791</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2017 年 10 月 11 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