

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6509 TT 聚和	買進  目標價  22.4	聚和的首次投資評等為買進，目標價22.4元，潛在漲幅17.59%，主要理由如下： 考量4Q17電解液添加劑報價上漲50%-100%不等，毛利率提升至50%以上及N次貼受惠紙價上漲略為提升報價，前三季部門損益已較去年成長103.7%，2018年電解液添加劑新增產能開出及可望切入台灣電解液市場，營運展望正向，因此建議買進。

研究員 王章妮  
 106507@jsun.com

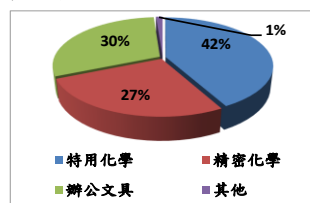
近期投資評等

日期	評等
12/11/2017	買進

公司基本資料

收盤價(元)(12/08/2017)	19.05
股本(百萬元)	1,762
總市值(億元)	33.6
每股淨值(元)	14.44
外資持股比(%)	5.89
投信持股比(%)	0.00
近20日均量(張)	1,372
融資餘額(12/08/2017)	13,173

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	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F
營業收入淨額	3,223	3,390	809	797	889	820	857	816
營業毛利	694	739	181	160	202	174	193	172
營業利益	169	189	47	34	51	45	53	45
稅後純益	72	88	31	12	32	19	32	24
稅後EPS(元)	0.45	0.55	0.20	0.07	0.20	0.12	0.20	0.15
毛利率(%)	21.53	21.8	22.31	20.05	22.68	21.26	22.55	21.05
營業利益率(%)	5.23	5.59	5.83	4.26	5.75	5.5	6.16	5.52
稅後純益率(%)	2.24	2.6	3.89	1.49	3.6	2.3	3.79	2.94
營業收入 YoY/QoQ(%)	5.38	5.17	11.4	-1.49	11.53	-7.76	4.43	-4.73
營業利益 YoY/QoQ(%)	-7.11	12.32	29.64	-27.97	50.54	-11.69	16.84	-14.67
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-22.06	22.08	--	-62.33	170.19	-41.09	72.12	-26.1

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

重點摘要

- ◆ 公司1Q-3Q17營收比重按產品別為特用化學品佔42.12%，精密化學品佔26.45%，辦公文具用品佔30.24%，1Q-3Q17營收23.34億元，YoY+1.6%，符合預期，毛利率21.09%，較去同期下滑2.07個百分點主要因為特用化學品原料以石油衍生物為主，近期石油價格上漲料帶原料成本提升所致，1Q-3Q17稅後淨利4019.7萬元，YoY-38.8%，低於預期主因為1Q17原料成本上漲、匯率負面影響及1Q16基期較高，1Q17營益率較去年同期下滑4.61個百分點，所幸2Q-3Q17營益率相較於去年同期已有回升，1Q-3Q17稅後EPS 0.25元，低於市場預期。
- ◆ 4Q17受惠鋰電池電解液添加劑報價上漲50-100%，本業營運回溫：10M17、11M17營收分別為3.09億元/2.92億元，MoM+7.5%/MoM-5.5%，YoY+26.4%/YoY+14.2%，近期因中國環保政策嚴加管制，規模較小未符合環保法規的特化廠強制關廠，供應緊缺情況下導致電解液添加劑報價上漲50-100%不等，毛利率因此提升至50%以上（主要成本為設備製程投入的固定成本），考量電解液添加劑報價及毛利率雙漲及N次貼受惠紙價上漲略為提升報價（1-3Q17部門損益YoY+103.7%）帶動下，預估4Q17營收8.89億元，QoQ+11.5%，YoY+16.6%，毛利率22.68%，稅後淨利3202.3億元，QoQ+170.2%，YoY+18.5%，稅後EPS 0.2元，營運回溫。
- ◆ 2018年電解液添加劑新增產能50%及切入台灣利基型電池電解液市場，營運展望正向：考量未來三年中國新能源汽車CAGR達40%-50%，公司4Q18電解液添加劑新增50%產能開出及可望切入台灣利基型鋰電池電解液市場，日盛預估2018年營收33.9億元，YoY+5.2%，毛利率因電解液添加劑營收比重增加而提升至21.8%，稅後淨利8816.7萬元，YoY+22.1%，稅後EPS 0.55元，依2018年預估每股淨值14.42元估算PBR評價為1.3X，介於歷史區間PBR 0.8X-1.7X區間中緣，考量4Q17營運回溫及2018年營運展望正向，給予PBR 1.55X評，目標價22.4元，潛在漲幅17.59%，投資評等為買進。

◆ **公司簡介：**

公司成立於1975年，總部位於高雄大寮，成立初期以造紙用化學品起家，當時成立目的為替代進口化學品並供應國內廠商，以紙加工需求為主，後來台灣市場全面開放後公司造紙化學轉往外銷，早期是在印尼耕耘，而後拓展到中國，目前造紙化工為相對穩定業務，公司主營業務為特用化學品、精密化學品及自黏便條紙等產品製造與銷售。

精密化學品為公司較新的事業部，分為人體精密化學品及工業精密化學品，人體精密化學品主要以生物緩衝劑、生物清潔劑等產品為主，目前在台灣生產，終端客戶為藥廠、生技公司、化妝品、眼鏡藥水等應用領域廠商，針對有供應的產品公司為亞洲最主要的供應商，主要客戶為歐美客戶，市場則以中國市場為主；工業精密化學品產品主要為電鍍添加劑及鋰電池電解液添加劑，因應中國市需求，產線在中國為主，傳統電鍍添加劑每年皆有個位數的成長幅度，產品主要用在電鍍製程，較利基型的電鍍添加劑主要應用在鋰電銅箔新製程中電解製程，受惠鋰電銅箔的需求提升，這類電鍍添加劑的成長動能較傳統電鍍添加劑佳；公司鋰電池電解液添加劑目前是中國市場最普遍使用的添加劑，主要產品為PS，材料成本比重不高，成本結構以設備製程的固定成本投入為主，主要電解液添加劑客戶為天賜材料、珠海賽緯、杉杉股份及天津金牛等。

公司N次貼事業部門已發展約20餘年，N次貼關鍵在黏膠技術，膠為公司自己開發，目前僅公司及3M可以自製膠及紙，早期曾經跟3M有專利訴訟，但3M被判敗訴，所以公司N次貼至今仍與3M持續競爭。1Q-3Q17產品結構比重為特用化學品佔約42.12%、精密化學品佔約26.45%、辦公文具用品佔約30.24%。

表一、各部門季度營收及損益預估

產品項目	季度	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4(F)
特用化學	營收	406,362	395,560	319,182	313,520	326,490	331,811	324,566	326,061
	部門損益	82,625	45,054	34,203	17,841	29,651	27,574	22,795	24,302
	部門損益率	20.33%	11.39%	10.72%	5.69%	9.08%	8.31%	7.02%	7.45%
精密化學	營收	184,778	161,070	185,597	196,933	202,989	199,388	214,922	285,890
	部門損益	8,614	3,945	-12,703	20,169	13,907	8,398	12,434	22,162
	部門損益率	4.66%	2.45%	-6.84%	10.24%	6.85%	4.21%	5.79%	7.75%
辦公文具	營收	190,429	220,867	207,438	243,649	188,757	269,962	247,033	268,310
	部門損益	633	5,330	9,494	10,083	-466	21,153	10,793	12,208
	部門損益率	0.33%	2.41%	4.58%	4.14%	-0.25%	7.84%	4.37%	4.55%
其他	營收	7,883	7,134	9,592	8,440	8,433	8,316	10,879	9,056
	部門損益	-2,910	-6,132	-3,373	-7,796	-3,392	-5,790	-1,443	-548
	部門損益率	-36.91%	-85.95%	-35.16%	-92.37%	-40.22%	-69.62%	-13.26%	-6.05%

資料來源：公司財報、日盛投顧預估

表二、各部門年度營收及損益預估

產品項目	季度	2015	2016	2017(F)	2018(F)
特用化學	營收	1,533,589	1,434,624	1,308,928	1,209,353
	部門損益	190,436	179,723	104,322	96,748
	部門損益率	12.42%	12.53%	7.97%	8.00%
精密化學	營收	710,202	728,378	903,189	1,065,763
	部門損益	41,175	20,025	56,901	71,939
	部門損益率	5.80%	2.75%	6.30%	6.75%
辦公文具	營收	868,495	862,383	974,062	1,071,468
	部門損益	25,772	25,540	43,688	57,324
	部門損益率	2.97%	2.96%	4.49%	5.35%
其他	營收	25,188	33,049	36,684	42,921
	部門損益	-17,427	-20,211	-11,173	-12,374
	部門損益率	-69.19%	-61.15%	-30.46%	-28.83%

資料來源：公司財報、日盛投顧預估

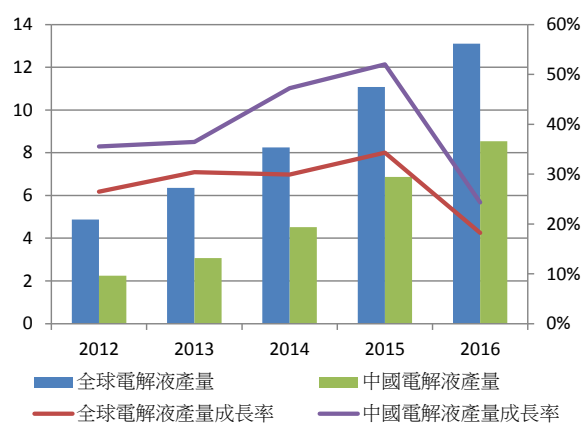
◆ 1Q-3Q17 公司營運因原物料成本上漲及匯率不利因素承壓，惟 2Q、3Q 營運已轉佳：

公司1Q-3Q17營收比重按產品別為特用化學品佔42.12%，精密化學品佔26.45%，辦公文具用品佔30.24%，1Q-3Q17營收23.34億元，YoY+1.6%，符合預期，毛利率21.09%，較去同期下滑2.07個百分點主要因為特用化學品原料以石油衍生物為主，近期石油價格上漲料帶原料成本提升所致，1Q-3Q17稅後淨利4019.7萬元，YoY-38.8%，低於預期主因為1Q17原料成本上漲、匯率負面影響及1Q16基期較高，1Q17營益率較去年同期下滑4.61個百分點，所幸2Q-3Q17營益率相較於去年同期已有回升，1Q-3Q17稅後EPS 0.25元。

◆ 精密化學事業為公司近期主要成長動能：

鋰電池電解液主要由三大元素溶劑、鋰鹽及添加劑構成，就鋰電池電解液成本結構來看，電解質鋰鹽佔60%成本，溶劑佔30%成本，添加劑佔10%成本，電解液占電池成本約10%，2017年上半年中國電解液市場出貨量約4.5萬噸，YoY+13%，出貨廠家市占以天賜材料、新宙邦及國泰華榮排名前三名，行業集中度較高，公司產品僅新宙邦未切入其供應鏈。

圖一、近年全球及中國鋰電池電解液產量，單位：萬噸



資料來源：高工鋰電、日盛投顧彙整

2017年12月11日

公司鋰電池電解液添加劑產品出貨 ( 添加量 ) 占電解液產量約2%-3% , 公司產品主要功能不是在成膜性 , 而是用於加強電池高電壓下的效能 , 而且鋰電池走向高電壓的趨勢下 , 某日系廠商原供應商產品在高電壓電池效能上無法支應 , 因此公司近期積極切入日系廠商客戶 , 日盛認為新增客戶為未來公司潛在成長動能 , 惟目前仍在開發階段 , 後續進度仍需持續觀察。

公司精密化學事業中 , 人體精密化學品及工業精密化學品比重為7比3 , 工業精密化學品中 , 目前鋰電池電解液添加劑占7成 , 電鍍添加劑占3成 , 公司電解液添加劑產品PS全中國只有3家廠商生產 , 公司在中國市佔第二 , 市佔最大廠家市佔率略高於3成 , 目前因鋰電池電解液添加劑需求較佳 , 公司就現有產線調瓶頸 , 去瓶頸化後產量可望成長15%以上 , 近期因中國環保政策推動下 , 小廠商停產 , 產品供應緊缺帶動報價上漲50%-100% , 因成本主要為固定成本支出 , 原料成本影響較小 , 預估毛利率可達50%以上 , 展望2018年 , 公司預計增產50% , 目前計畫試量產時點落在4Q18 , 傳統型電鍍添加劑明年持穩 , 利基型電鍍添加劑因產品主要添加於鋰電銅箔電解製程中 , 成長性比擬鋰電池電解液添加劑 , 因此日盛預估2018年人體精密化學品及工業精密化學品比重可望趨近5比5 , 日盛保守預估2018年精密化學事業營收成長18% , 為公司明年主要成長動能。

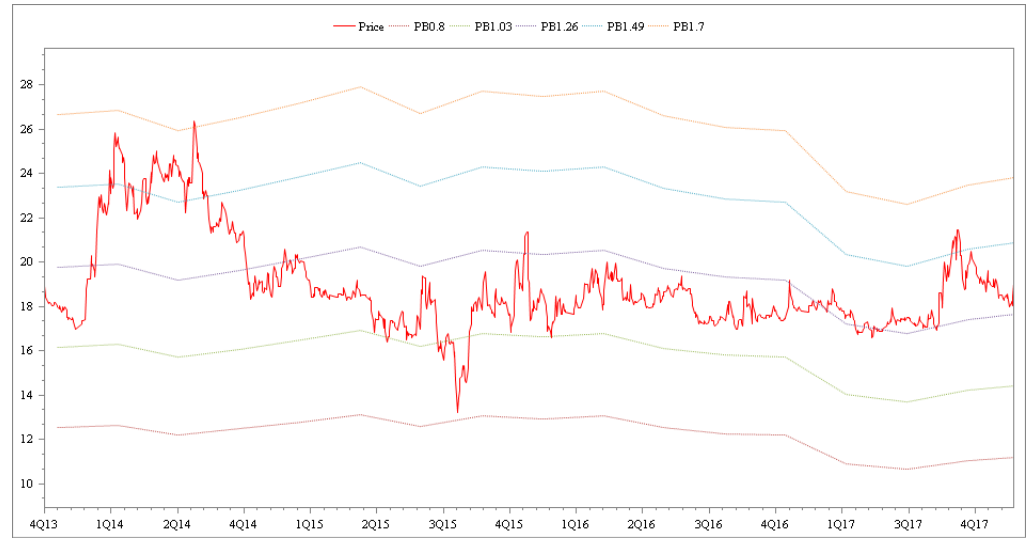
◆ 4Q17受惠鋰電池電解液添加劑報價上漲50-100% , 本業營運回溫 :

10M17、11M17 營收分別為3.09億元/ 2.92億元 , MoM+7.5%/ MoM-5.5% , YoY+26.4%/ YoY+14.2% , 近期因中國環保政策嚴加管制 , 規模較小未符合環保法規的特化廠強制關廠 , 供應緊缺情況下導致電解液添加劑報價上漲50-100%不等 , 毛利率因此提升至50%以上 ( 主要成本為設備製程投入的固定成本 ) , 考量電解液添加劑報價及毛利率雙漲及N次貼受惠紙價上漲略為提升報價 ( 1-3Q17部門損益YoY+103.7% ) 帶動下 , 預估4Q17營收8.89億元 , QoQ+11.5% , YoY+16.6% , 毛利率22.68% , 稅後淨利3202.3萬元 , QoQ+170.2% , YoY+18.5% , 稅後EPS 0.2元

◆ 2018年電解液添加劑新增產能50%及切入台灣利基型電池電解液市場 , 營運展望正向 :

考量未來三年中國新能源汽車CAGR達40-50% , 公司4Q18電解液添加劑新增產能開出及可望切入台灣鋰電池電解液市場 , 日盛預估2018年營收33.9億元 , YoY+5.2% , 毛利率因電解液添加劑營收比重增加而提升至21.8% , 稅後淨利8816.7萬元 , YoY+22.1% , 稅後EPS 0.55元 , 依2018年預估每股淨值14.42元估算PBR評價為1.3X , 介於歷史區間PBR 0.8X-1.7X區間中緣 , 考量4Q17營運回溫及2018年營運展望正向 , 給予PBR 1.55X評 , 目標價22.4元 , 潛在漲幅17.59% , 投資評等為買進。

**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
20171211	買進	22.4

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

**損益表**

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F
營業收入淨額	3,058	3,223	3,390	722	763	727	809	797	889	820	857	816
營業毛利	710	694	739	146	178	152	181	160	202	174	193	172
營業費用	529	525	550	124	140	115	133	126	151	129	140	127
營業利益	182	169	189	22	38	36	47	34	51	45	53	45
營業外收支	-37	-50	-39	-23	6	-35	-7	-9	2	-14	-9	-6
稅前純益	144	119	150	-1	45	1	40	25	53	31	44	40
稅後純益	93	72	88	-5	27	-3	31	12	32	19	32	24
最新股本	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605
稅後 EPS(元)	0.58	0.45	0.55	-0.03	0.17	-0.02	0.20	0.07	0.20	0.12	0.20	0.15
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	23.22	21.53	21.8	20.24	23.39	20.88	22.31	20.05	22.68	21.26	22.55	21.05
營業利益率	5.94	5.23	5.59	3.1	5.01	5.01	5.83	4.26	5.75	5.5	6.16	5.52
稅前純益率	4.72	3.68	4.43	-0.1	5.84	0.16	4.94	3.07	5.96	3.81	5.1	4.84
稅後純益率	3.03	2.24	2.6	-0.73	3.54	-0.43	3.89	1.49	3.6	2.3	3.79	2.94
<b>YoY(%)</b>												
營收	-2.52	5.38	5.17	-3.01	-6.87	-7.95	3.16	10.47	16.63	12.88	5.83	2.34
營業利益	-19.6	-7.11	12.32	-54.84	-34.08	-52.06	4.59	51.75	33.92	24.13	11.88	32.54
稅前純益	-36.59	-17.74	26.65	--	-10.07	-98.04	-5.07	--	19.08	2,636.25	9.34	61.2
稅後純益	-42.09	-22.06	22.08	--	-15.4	--	-4.33	--	18.52	--	3.2	102.46
<b>QoQ(%)</b>												
營收				-8.01	5.64	-4.7	11.4	-1.49	11.53	-7.76	4.43	-4.73
營業利益				-50.36	70.58	-4.73	29.64	-27.97	50.54	-11.69	16.84	-14.67
稅前純益				--	--	-97.44	3,402.36	-38.72	116.39	-41.08	39.95	-9.65
稅後純益				--	--	--	--	-62.33	170.19	-41.09	72.12	-26.1

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	3Q17
流動資產	2,452	2,432	2,312
現金及約當現金	627	576	565
公允價值衡量金融資產	--	0	0
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	914	902	792
非流動資產	2,576	2,707	2,614
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,314	2,455	2,350
無形資產	--	--	--
<b>資產總計</b>	<b>5,028</b>	<b>5,139</b>	<b>4,927</b>
流動負債	1,565	1,878	1,696
短期借款	652	890	696
非流動負債	805	779	799
<b>負債總計</b>	<b>2,369</b>	<b>2,657</b>	<b>2,495</b>
股本	1,645	1,628	1,644
普通股股本	1,645	1,628	1,605
資本公積	560	554	552
保留盈餘	501	465	442
庫藏股票	0	0	0
<b>股東權益</b>	<b>2,659</b>	<b>2,481</b>	<b>2,432</b>
每股淨值(元)	16.16	15.25	14.79
流動比率(%)	156.7	129.49	136.37
速動比率(%)	95.37	78.63	84.2
應收帳款週轉率(%)	3.49	3.72	0.99
負債比率(%)	47.12	51.71	50.64
稅後股東權益報酬率(%)	5.98	3.61	0.5

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2015	2016	3Q17
繼續營業單位稅前損益	228	144	66
折舊及攤提費用	299	280	173
利息費用	33	40	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	12	1	1
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	-4	-2	-1
應收帳款增減	93	34	-17
存貨增減	-76	-3	110
應付帳款增減	-21	18	12
<b>營業活動現金流量</b>	<b>550</b>	<b>285</b>	<b>297</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	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-78	-446	-69
處分不動產、廠房及設備	11	5	2
<b>投資活動現金流量</b>	<b>3</b>	<b>-517</b>	<b>-67</b>
短期借款增減	-343	238	-194
長期借款增減	-13	62	96
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-67	-99	-81
庫藏股票增減	-55	-34	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-518</b>	<b>234</b>	<b>-211</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>-14</b>	<b>-51</b>	<b>-11</b>

資料來源：CMoney · JS 預估



2017 年 12 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