2018 年 1 月 16 日

| 公司名稱 | 投資評等 | 結論及投資建議 |
|---|---|---|
| 9942 TT<br>茂順 | 持有<br>目標價<br>102 | 茂順的投資評等由買進調整至持有，目標價從96元調升至102元，潛在漲幅9.56%，主因：(1) 2017年營收如預期創歷史新高，1Q18訂單能見度仍佳，2Q18傳統旺季效應可期；(2) 2018年營運成長無虞，為高現金殖利率股，評價給予2018年EPS 7.27元及PER 14X。 |

研究員 史聖國
linus@jsun.com

## 重點摘要

◆ **2017 年營收創歷史新高，1H18 訂單能見度仍佳：**雖然 2017 年的營運受到新台幣升值影響，但茂順 4Q17 的營收如預期超越 2Q17 的水準，再度刷新單季歷史新高的紀錄，累計 2017 年營收達 31.81 億元(YoY+6.39%)，亦創下歷史新高的紀錄，若排除新台幣升值的因素，2017 年營收 YoY 可達 1 成以上的水準，2017 年由於訂單飽和，因此有調漲部分毛利率較低的訂單價格，由於近期新台幣仍相對強勢，加上原物料成本上升，因此會考慮調漲產品價格，匯率走勢仍將是影響 2018 年營運的關鍵因子，1Q18 除了農曆春節影響工作天數之外，目前訂單狀況仍不錯，2Q18 傳統旺季效應可期，1H18 的訂單能見度佳。

◆ **新廠2H18量產，持續拓展OEM市場：**茂順在AM市場具競爭力，以歐、美、日本、中國等市場為主，為了要提升中長期營運成長動能，因此策略上決定轉往OEM市場發展，主要開發電動馬達產品用油封，將持續鎖定中國變速箱、機器手臂及新能源車等產品領域，汽車油封產品AM：OEM的比重在2016年為53：47，2017年OEM的比重已增加至50%，2018年的目標是達到55%。為了爭取更高階且訂單量更大的OEM訂單，並符合OEM客戶鐵件防鏽處理的需求，已在南投新建專業鐵殼處理新廠，預計將於2H18導入量產，對於毛利率的提升將帶來直接且正面的挹注。

◆ **2018年營運目標維持雙位數成長：**茂順長期的獲利狀況相當穩定，近年來的股利發放率維持在65%以上，為適合中長期投資的高現金殖利率標的，展望2018年，台灣廠產能預計將增加15%，營運以成長10%以上為目標，關鍵仍在新台幣匯率的走勢，1H18的營運展望樂觀，配合新廠產能及自動化的效應陸續顯現，營運成長動能無虞，預估2018年EPS 7.27元，目標價從96元上調至102元(2018年PER 14X)。

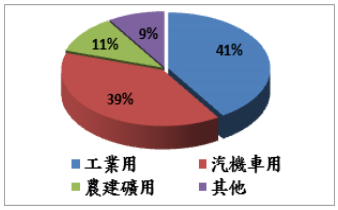
### 近期投資評等

| | |
|---|---|
| 01/16/2018 | 持有/中立 |
| 07/26/2017 | 買進 |
| | |

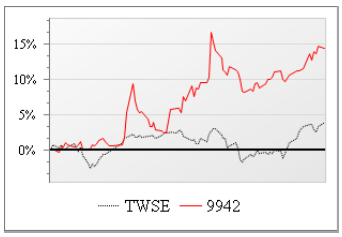
### 公司基本資料

| | |
|---|---|
| 收盤價(元)(01/15/2018) | 93.10 |
| 股本(百萬元) | 832 |
| 總市值(億元) | 77.5 |
| 每股淨值(元) | 34.27 |
| 外資持股比(%) | 6.21 |
| 投信持股比(%) | 5.27 |
| 近 20 日均量(張) | 69 |
| 融資餘額(01/15/2018) | 447 |

### 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 | 3,185 | 3,533 | 809 | 808 | 848 | 844 | 914 | 874 |
| 營業毛利 | 1,130 | 1,265 | 284 | 286 | 303 | 300 | 326 | 313 |
| 營業利益 | 693 | 801 | 176 | 180 | 193 | 190 | 206 | 198 |
| 稅後純益 | 549 | 605 | 146 | 159 | 150 | 142 | 152 | 153 |
| 稅後 EPS(元) | 6.60 | 7.27 | 1.76 | 1.92 | 1.80 | 1.70 | 1.83 | 1.84 |
| 毛利率(%) | 35.47 | 35.79 | 35.1 | 35.37 | 35.76 | 35.51 | 35.64 | 35.79 |
| 營業利益率(%) | 21.78 | 22.66 | 21.79 | 22.24 | 22.74 | 22.49 | 22.52 | 22.7 |
| 稅後純益率(%) | 17.24 | 17.12 | 18.08 | 19.72 | 17.69 | 16.78 | 16.61 | 17.46 |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | 7.38 | 10.95 | 12.41 | -0.06 | 4.99 | -0.5 | 8.3 | -4.38 |
| 營業利益 YoY/QoQ(%) | 12.76 | 15.47 | 21.82 | 2.03 | 7.31 | -1.57 | 8.44 | -3.6 |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | 12.67 | 10.12 | 56.36 | 9 | -5.83 | -5.61 | 7.19 | 0.51 |

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **公司簡介：**

茂順成立於1976年，為密封元件製造廠，目前為國內最大、國際前10大的專業油封製造廠，營運及生產據點遍布台灣南投、中國昆山、伊朗、泰國、印度、澳洲、巴西、俄羅斯等地，目前在國內並無規模相當的競爭者，茂順的競爭優勢在於具有自行開發膠料配方的能力，以及目前模具總數量高達8萬多套(平均一套模具費用約1萬~2萬元)，為最大跨入障礙所在。目前營收約3分之2來自於台灣廠，中國昆山廠佔3分之1，昆山廠約9成是出中國車用跟工業用，車用產品以中國自主品牌車廠為主要客戶。

**圖 1、茂順車用油封產品**

資料來源：茂順

目前各地區別營收比重，以亞洲佔57%(其中3成是中國)為最大，其次依序為歐洲佔21%、美洲佔20%、大洋洲佔2%。以產品營收比重而言，目前工業用油封(電動工具、馬達、泵浦、風力發電渦輪等)營收佔比41%、汽機車用油封(引擎、避震器、變速箱、方向機等)佔39%、農建礦用油封(農業、建築、礦業用活塞、防塵、輪軸等)佔11%，其他佔7%，通常體積愈大的產品單價及利潤愈高，如農建礦油封產品的利潤很高但是出貨量小。

全球油封市場目前每年規模已超過6百億美元，全球最大廠是Freudenberg(市佔率約8%)，茂順目前全球市佔率只有0.15%，後續仍有相當大的成長空間。由於油封的單價便宜且功能性強，因此目前沒有替代產品，油封產品長期以來整體設計變化不大，變化較大的部分在於膠料的配方，一台車要用數百顆油封，成本約佔一台車的2%，茂順產品ASP約12元新台幣，最高價與最低價產品的單價落差非常大。

◆ **2017 年營收創歷史新高，1H18 訂單能見度仍佳：**

雖然 2017 年的營運受新台幣升值影響，但茂順 4Q17 的營收 8.48 億元(YoY+9.35%)如預期超越 2Q17 的水準，再度刷新單季歷史新高的紀錄，累計 2017 年營收達 31.81 億元(YoY+6.39%)，亦創下歷史新高的紀錄，若排除新台幣升值的因素，2017 年營收 YoY 可達 1 成以上的水準，2017 年由於訂單飽和，因此有調漲部分毛利率較低的訂單價格，由於近期新台幣仍相對強勢，加上原物料成本上升，因此會考慮調漲產品價格，匯率走勢仍將是影響 2018 年營運的關鍵因子。

生產油封所需的原材料以膠料及鐵殼為主，其中膠料主要是氟膠跟合成橡膠(丁二烯跟丙烯為主)，茂順使用的膠料都是(氟膠從美國，合成橡膠從日本)進口，由於庫存常態性的會備4~6個月的數量，因此2017年受到膠料原料飆漲的影響不大，然而許多同業都因成本上漲而調漲價格，茂順沒有跟進漲價因此吸引訂單湧入，帶動稼動率從2016年的85%提升至滿載的水準，為2017年單季及全年營收創新高的主因，1Q18除了農曆春節影響工作天數之外，目前訂單狀況仍不錯，2Q18傳統旺季效應可期，1H18的訂單能見度佳。

◆ **南投新廠預計 2H18 量產，持續拓展 OEM 訂單：**

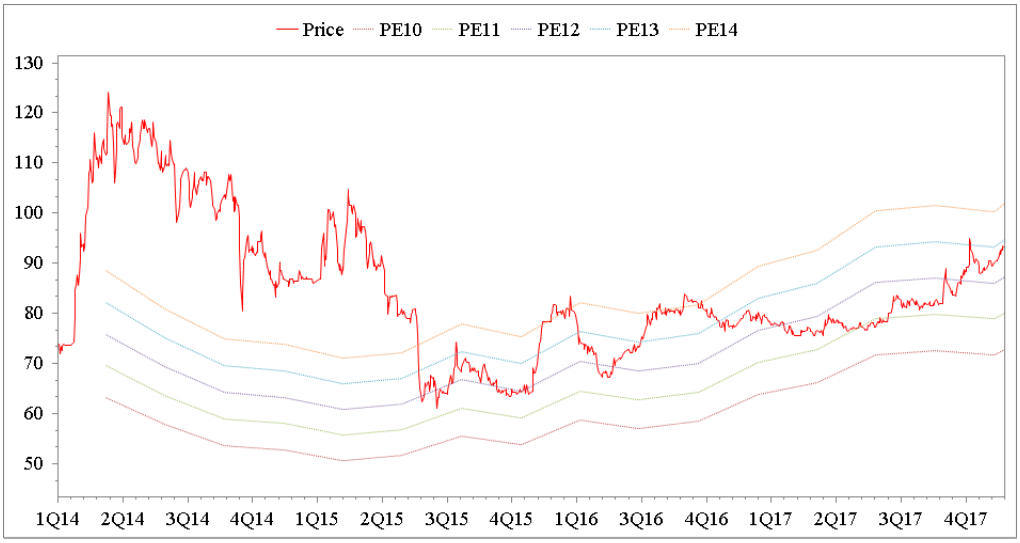
茂順在AM市場具競爭力，以歐、美、日本、中國等市場為主，不過因為以往較少OEM訂單，全球市佔率只有0.15%，為了要提升中長期營運成長動能，因此策略上決定轉往OEM市場發展，近年來的資本支出主要鎖定OEM市場，主要開發電動馬達產品用油封，電動車已與中國自主品牌車廠合作開發馬達產品，後續訂單將會持續增加，將持續鎖定變速箱、機器手臂及新能源車等產品領域，目前OEM訂單主要是在電動馬達，是以歐洲市場為主，中國昆山廠是供應中國當地變速箱市場，將持續拓展中國變速箱OEM的訂單，汽車油封產品AM：OEM的比重在2016年為53：47，2017年OEM的比重已增加至50%，2018年的目標是達到55%。

為了爭取更高階且訂單量更大的OEM訂單，並符合OEM客戶鐵件防鏽處理的需求，因此已在南投新建專業鐵殼處理新廠，將以往委外生產的前段鐵殼製程改為自製，新廠預計已於2017年完工，預計將於2H18導入量產，在新廠加入營運之後，有助於開發歐美車用OEM訂單，希望營收能從目前每年約5%~10%的成長提升至10%以上的成長，對於毛利率的提升也將帶來直接且正面的挹注。

◆ **2018 年營運目標維持雙位數成長：**

茂順長期的獲利狀況相當穩定，近年來的股利發放率維持在65%以上，為適合中長期投資的高現金殖利率標的，展望2018年，台灣廠產能預計將增加15%，營運以成長10%以上為目標，關鍵仍在新台幣匯率的走勢，1H18的營運展望樂觀，配合新廠產能及自動化的效應陸續顯現，營運成長動能無虞，預估2018年EPS 7.27元，目標價從96元上調至102元(2018年PER 14X)。

## 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 |
|---|---|---|
| 20180116 | 持有/中立 | 102.0 |
| 20170727 | 買進 | 96.0 |
| 20141014 | 持有/中立 | 127.0 |

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 | 2,966 | 3,185 | 3,533 | 728 | 768 | 719 | 809 | 808 | 848 | 844 | 914 | 874 |
| 營業毛利 | 1,076 | 1,130 | 1,265 | 270 | 277 | 257 | 284 | 286 | 303 | 300 | 326 | 313 |
| 營業費用 | 457 | 437 | 464 | 104 | 135 | 112 | 108 | 106 | 111 | 110 | 120 | 114 |
| 營業利益 | 615 | 693 | 801 | 165 | 143 | 145 | 176 | 180 | 193 | 190 | 206 | 198 |
| 營業外收支 | 29 | 31 | 14 | -16 | 29 | -23 | 24 | 28 | 2 | -1 | 5 | 5 |
| 稅前純益 | 644 | 724 | 815 | 149 | 173 | 122 | 200 | 208 | 195 | 189 | 211 | 203 |
| 稅後純益 | 487 | 549 | 605 | 114 | 131 | 94 | 146 | 159 | 150 | 142 | 152 | 153 |
| 最新股本 | 832 | 832 | 832 | 832 | 832 | 832 | 832 | 832 | 832 | 832 | 832 | 832 |
| 稅後 EPS(元) | 5.86 | 6.60 | 7.27 | 1.37 | 1.58 | 1.12 | 1.76 | 1.92 | 1.80 | 1.70 | 1.83 | 1.84 |
| **經營效率(%)** | | | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 36.28 | 35.47 | 35.79 | 37.03 | 36.11 | 35.67 | 35.1 | 35.37 | 35.76 | 35.51 | 35.64 | 35.79 |
| 營業利益率 | 20.74 | 21.78 | 22.66 | 22.62 | 18.68 | 20.11 | 21.79 | 22.24 | 22.74 | 22.49 | 22.52 | 22.7 |
| 稅前純益率 | 21.72 | 22.74 | 23.06 | 20.48 | 22.48 | 16.89 | 24.74 | 25.69 | 22.97 | 22.37 | 23.07 | 23.28 |
| 稅後純益率 | 16.43 | 17.24 | 17.12 | 15.6 | 17.08 | 13 | 18.08 | 19.72 | 17.69 | 16.78 | 16.61 | 17.46 |
| **YoY(%)** | | | | | | | | | | | | |
| 營收 | 6.24 | 7.38 | 10.95 | 7.88 | 10.48 | 3.27 | 4.61 | 10.96 | 10.5 | 17.36 | 13.06 | 8.18 |
| 營業利益 | 13.71 | 12.76 | 15.47 | 29.5 | 19.88 | 10.14 | 0.34 | 9.14 | 34.52 | 31.29 | 16.86 | 10.41 |
| 稅前純益 | 13.27 | 12.41 | 12.51 | -8.15 | 38.21 | -12.07 | 8.61 | 39.18 | 12.94 | 55.41 | 5.42 | -2 |
| 稅後純益 | 15.11 | 12.67 | 10.12 | -12.63 | 46.11 | -12.73 | 7.91 | 40.25 | 14.47 | 51.5 | 3.86 | -4.23 |
| **QoQ(%)** | | | | | | | | | | | | |
| 營收 | | | | -5.78 | 5.42 | -6.31 | 12.41 | -0.06 | 4.99 | -0.5 | 8.3 | -4.38 |
| 營業利益 | | | | -6.2 | -12.94 | 0.85 | 21.82 | 2.03 | 7.31 | -1.57 | 8.44 | -3.6 |
| 稅前純益 | | | | -19.01 | 15.68 | -29.58 | 64.61 | 3.79 | -6.13 | -3.09 | 11.66 | -3.51 |
| 稅後純益 | | | | -16.13 | 15.38 | -28.68 | 56.36 | 9 | -5.83 | -5.61 | 7.19 | 0.51 |

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 | 2,349 | 2,325 | 2,372 |
| 現金及約當現金 | 358 | 348 | 369 |
| 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 | 849 | 781 | 830 |
| 非流動資產 | 1,478 | 1,408 | 1,508 |
| 公允價值衡量金融資產 | -- | -- | -- |
| 不動產、廠房及設備 | 1,230 | 1,165 | 1,255 |
| 無形資產 | 16 | 12 | 14 |
| **資產總計** | 3,827 | 3,733 | 3,881 |
| 流動負債 | 553 | 609 | 656 |
| 短期借款 | 70 | 120 | 152 |
| 非流動負債 | 551 | 359 | 411 |
| **負債總計** | 1,104 | 967 | 1,067 |
| 股本 | 832 | 832 | 832 |
| 普通股股本 | 832 | 832 | 832 |
| 資本公積 | 215 | 215 | 215 |
| 保留盈餘 | 1,641 | 1,793 | 1,859 |
| 庫藏股票 | -- | -- | -- |
| **股東權益** | 2,723 | 2,766 | 2,813 |
| 每股淨值(元) | 32.73 | 33.24 | 33.8 |
| 流動比率(%) | 424.52 | 381.85 | 361.56 |
| 速動比率(%) | 271.04 | 253.63 | 235.14 |
| 應收帳款週轉率(%) | 2.52 | 2.68 | 0.74 |
| 負債比率(%) | 28.85 | 25.92 | 27.51 |
| 稅後股東權益報酬率(%) | 15.81 | 17.77 | 5.85 |

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 | 569 | 644 | 529 |
| 折舊及攤提費用 | 113 | 114 | 74 |
| 利息費用 | 3 | 3 | 1 |
| 股利收入 | 0 | 0 | 0 |
| 權益法認列關聯企業損益 | -15 | -17 | -14 |
| 處分不動產、廠房及設備 | 1 | 2 | 2 |
| 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 | 47 | -31 | 43 |
| 存貨增減 | -61 | 68 | -49 |
| 應付帳款增減 | -3 | 8 | 49 |
| **營業活動現金流量** | 390 | 631 | 429 |
| 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 | -14 | 0 | -- |
| 取得不動產、廠房及設備 | -97 | -105 | -163 |
| 處分不動產、廠房及設備 | 1 | 1 | 1 |
| **投資活動現金流量** | -83 | -125 | -156 |
| 短期借款增減 | 70 | 50 | 32 |
| 長期借款增減 | -27 | -143 | 50 |
| 公司債發行 | -- | -- | -- |
| 公司債償還 | -- | -- | -- |
| 現金增資 | -- | -- | -- |
| 發放現金股利 | -333 | -333 | -333 |
| 庫藏股票增減 | 0 | 0 | -- |
| **籌資活動現金流量** | -287 | -428 | -251 |
| **淨現金流量** | 7 | -10 | 21 |

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。<br>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。<br>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。<br>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%<br>近期股價將呈持平走勢<br>無法由基本面給予合理評等 |
| 買進轉中立 | 建議降低持股 |