

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1527 TT 鑽全	買進 目標價 71	鑽全的投資評等為買進，目標價71元，潛在漲幅15%，主要理由如下： (1) 公司評價已經反映2017年打消庫存和匯損等利空(獲利YoY-71%)； (2) 釘槍出貨旺季來臨，高ASP的新機型將於2Q18出貨，且打消庫存行動結束，毛利率可望回升，預期2018年匯損減少下，獲利YoY+192%。

研究員 徐培勳
 jtr1117barry@jsun.com

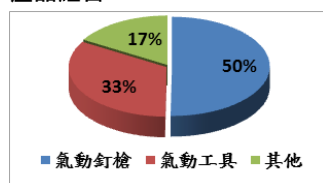
近期投資評等

日期	評等
02/21/2017	買進

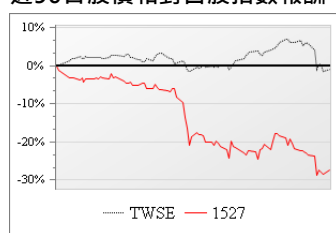
公司基本資料

收盤價(元)(02/12/2018)	61.70
股本(百萬元)	1,380
總市值(億元)	85.1
每股淨值(元)	33.45
外資持股比(%)	48.31
投信持股比(%)	2.58
近 20 日均量(張)	395
融資餘額(02/12/2018)	2,180

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	3,836	3,904	942	1,004	896	948	979	1,054
營業毛利	1,110	1,200	282	273	274	285	314	332
營業利益	760	838	201	172	184	208	224	227
稅後純益	279	814	285	161	120	114	244	249
稅後 EPS(元)	2.02	5.90	2.06	1.17	0.87	0.83	1.77	1.81
毛利率(%)	28.93	30.72	29.93	27.19	30.6	30.04	32.02	31.54
營業利益率(%)	19.82	21.45	21.39	17.14	20.56	21.91	22.83	21.58
稅後純益率(%)	7.27	20.85	30.24	16.08	13.38	12.04	24.88	23.64
營業收入 YoY/QoQ(%)	-5.43	1.77	-5.3	6.58	-10.69	5.72	3.35	7.6
營業利益 YoY/QoQ(%)	-17.17	10.18	-0.46	-14.58	7.1	12.69	7.67	1.69
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-70.65	192	--	-43.34	-25.66	-4.84	113.49	2.23

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **世界第一大氣動釘槍 ODM 廠**

鑽全為世界第一大氣動釘槍製造商，主要以 ODM(原廠委託設計代工)為主，目前 8 個廠區皆在台中工業區，從壓鑄、加工、熱處理、組裝，提供一條龍服務。2017 年營收比重：氣動釘槍 50.3%、(汽修)氣動工具 33.3%、其他 16.4%(腳踏車前叉、零件、熱處理等)。

氣動釘槍以歐美為主要市場，產品銷售多半由品牌客戶負責，美國市場主要由 Stanley Black & Decker、Bostitch、Paslode、Senco、Hitachi、Ridgid 等；歐洲市場則依地域、產品屬性有所差異，主要品牌包含 BeA、Prebena、Omer 等。釘槍分三種動力來源，以使用壽命來看，氣動>瓦斯>電動，氣動 50~100 萬下，瓦斯 10 萬下，電動 5 萬下後就需替換。以售價來看，電動>瓦斯>氣動，以市占率來看：電動>氣動>瓦斯，雖然氣動釘槍輕又便宜，但因為氣動須加裝一條空壓機連接線，故以專業木工師傅為主要客群，電動釘槍為一般民眾使用，過往 Home Depot 架上氣動釘槍仍佔一定比率，然因電動釘槍已從接線式改良成充電式電池裝置，輕巧便利度提升，成為目前賣場主力產品，對鑽全營收為一大隱憂。為了改善此劣勢，公司已發明無線瓦斯槍，佔營收 10%，目前氣動釘槍市場已幾乎飽和，預期鑽全需透過推出新品和成本控管已獲得更高的獲利成長。

(汽修)氣動工具市場用途多廣，以品牌知名度而言，包括 Chicago Pneumatic、Ingersoll Rand、Snap-On 均為全球知名的專業氣動工具廠商，除此之外，各地區另為地區性的品牌，如 Hazer、Rodcraft、Shinano、Kuken 等，在專業級的汽修氣動工具，均佔有一席之地；因氣動工具用途廣泛潛在市場廣大，鑽全目前有氣動扳手、空氣鋸、氣錘、空氣研磨機等，公司新開發的氣動工具獲得 2017 年北美雜誌票選最創新獎，然 2017 年因經銷商檔期問題並未大力推廣鑽全新產品，目前持續和經銷商洽談合作事宜，客戶詢問度有逐漸升溫情況，預期 2Q18 會逐步出貨。

表一、三大動力釘槍分析

	氣動	瓦斯	電動
市占率	中	小	大
使用次數	50~100 萬次	10 萬次	5 萬次
售價	高	中	低

資料來源：鑽全、日盛投顧彙整

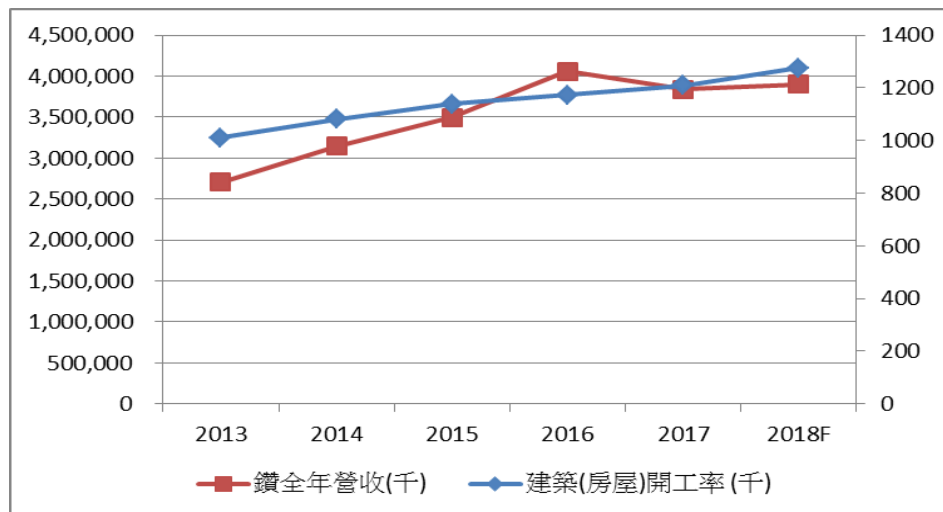
◆ **2017 年因打消庫存和匯損問題，獲利 YoY-71%**

2017 年營收 38.4 億元(YoY-5.4%)，因台幣兌美元升值 7.5%所至，營業成本因 4Q16~3Q17 公司決定打消超過一年和部分半年期庫存共 1.24 億元，2017 年毛利率率 28.9%(YoY-2.3ppts)，因公司在手 3.7 億美金資產(包含 2.6 億美元存款、1.1 億美元債券)，以 2017 年會計制度 2.6 億美元存款計算，業外匯損 6.8 億元較同期 1.36 億元(YoY+400%)，預估稅後淨利 2.79 億元(YoY-71%)，稅後 EPS 2.02 元。

◆ 美國新屋開工戶數持續增加，釘槍需求較 2017 年成長

公司釘槍有 50%應用在美國建築上，Fannie Mae 預估 2018 年美國新屋開工戶數 127.6 萬戶(YoY+5.4%)，優於 2017 年 121 萬戶(YoY+3.1%)，預期 2018 年鑽全釘槍出貨金額將優於 2017 年；(汽修)氣動工具方面，公司除了銷售氣動扳手外，還包含汽車用空氣研磨機、空氣鋸等，新開發的汽修工具被北美雜誌票選為 2017 年最具創新產品，預期 2018 年將全力推廣新品，預估營收可維持低個位數成長。

圖一、鑽全營收和美國新戶開工戶數比較

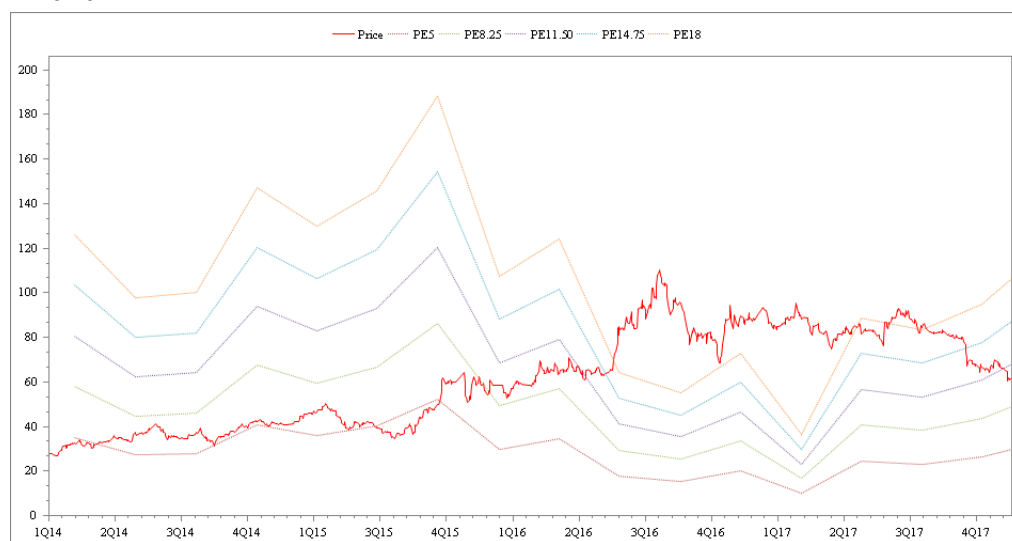


資料來源：鑽全、Fannie Mae、日盛投顧彙整

◆ 2018 年打消庫存行動結束，釘槍旺季來臨

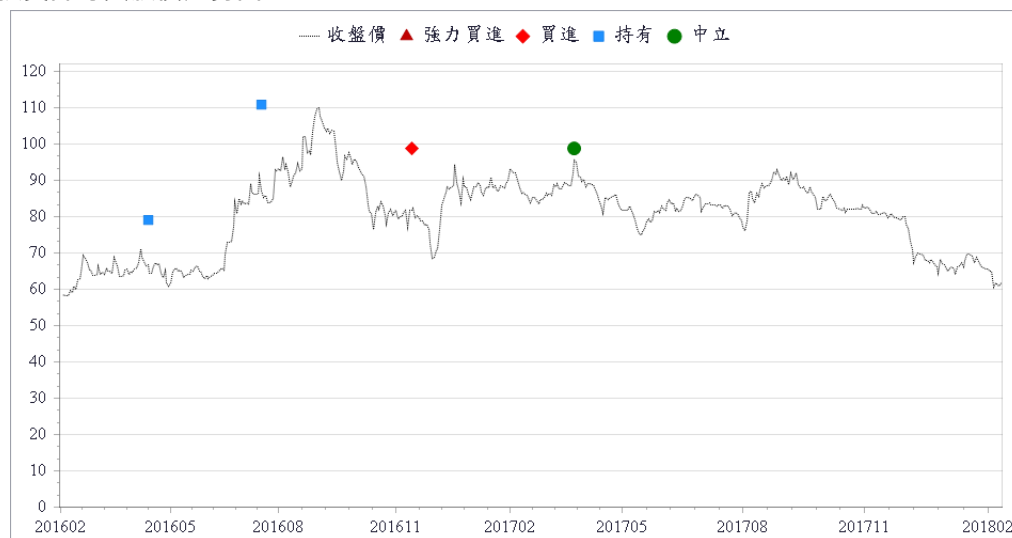
預估 2018 年營收 39 億元(YoY+1.8%)，因打消庫存行動結束，預期毛利率 30.7% (YoY+1.8ppts)，2017 年匯損 6.8 億元，影響稅後 EPS 4 元，因 1Q18 台幣升值幅度較同期減少 4.5ppts(截至 2/12)，預期 2018 台幣對美元升值幅度將較同期趨緩，預估稅後淨利 8.14 億元(YoY+192%)，稅後 EPS 5.9 元，目前 PER 10.5 倍，位於歷史 PER 5 倍~18 倍中下緣，考量 2Q18 新機種即將出貨(ASP 提升)，且旺季即將來臨，給予買進評等，目標價 71 元(2018 年 EPS*PER 12 倍)

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
20180221	買進	71.0
20170323	中立	99.0
20161111	買進	99.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年2月21日

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	4,056	3,836	3,904	992	948	994	942	1,004	896	948	979	1,054
營業毛利	1,266	1,110	1,200	323	240	281	282	273	274	285	314	332
營業費用	348	350	362	96	78	78	80	101	90	77	90	105
營業利益	918	760	838	227	162	202	201	172	184	208	224	227
營業外收支	171	-429	180	-202	300	-498	86	21	-38	-65	81	84
稅前純益	1,089	331	1,018	26	462	-296	288	193	146	143	305	311
稅後純益	950	279	814	24	401	-287	285	161	120	114	244	249
最新股本	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
稅後 EPS (元)	6.88	2.02	5.90	0.18	2.91	-2.08	2.06	1.17	0.87	0.83	1.77	1.81
經營效率(%)												
毛利率	31.2	28.93	30.72	32.6	25.34	28.23	29.93	27.19	30.6	30.04	32.02	31.54
營業利益率	22.63	19.82	21.45	22.92	17.06	20.35	21.39	17.14	20.56	21.91	22.83	21.58
稅前純益率	26.85	8.63	26.06	2.61	48.74	-29.73	30.54	19.2	16.32	15.06	31.1	29.55
稅後純益率	23.42	7.27	20.85	2.45	42.31	-28.89	30.24	16.08	13.38	12.04	24.88	23.64
YoY(%)												
營收	16.07	-5.43	1.77	8.92	6.79	2.51	-17.87	1.19	-5.42	-4.7	4	5
營業利益	32.78	-17.17	10.18	40.57	-14.94	-15	-30.68	-24.32	13.99	2.62	11	32.15
稅前純益	-13.88	-69.61	207.39	-96.67	39.46	44.31	-27.25	645.65	-68.33	--	5.9	61.55
稅後純益	-4.57	-70.65	192	-96.23	46.16	44.31	-19.46	563.3	-70.08	--	-14.42	54.39
QoQ(%)												
營收				-13.49	-4.46	4.93	-5.3	6.58	-10.69	5.72	3.35	7.6
營業利益				-21.76	-28.9	25.17	-0.46	-14.58	7.1	12.69	7.67	1.69
稅前純益				-93.46	1,686.93	-35.65	--	-32.98	-24.11	-2.47	113.49	2.23
稅後純益				-93.12	1,548.37	-38.47	--	-43.34	-25.66	-4.84	113.49	2.23

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	12,816	14,514	12,152
現金及約當現金	557	435	188
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	4,371	4,553	4,214
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	701	578	398
非流動資產	1,913	1,238	1,890
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	916	890	889
無形資產	3	9	27
資產總計	14,728	15,752	14,043
流動負債	10,173	11,800	10,387
短期借款	9,194	10,021	9,551
非流動負債	1,026	254	671
負債總計	11,198	12,054	11,058
股本	1,380	1,380	1,380
普通股股本	1,380	1,380	1,380
資本公積	0	0	0
保留盈餘	2,084	2,549	2,142
庫藏股票	0	0	0
股東權益	3,530	3,698	2,984
每股淨值(元)	25.59	26.81	21.63
流動比率(%)	125.98	123	116.99
速動比率(%)	119.09	118.1	113.16
應收帳款週轉率(%)	4.33	4.4	1.1
負債比率(%)	76.03	76.52	78.75
稅後股東權益報酬率(%)	29.58	26.28	5.5

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	1,265	1,089	185
折舊及攤提費用	99	89	66
利息費用	113	110	80
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	5	-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	-269	73	22
存貨增減	-9	119	108
應付帳款增減	59	-2	-38
營業活動現金流量	817	1,052	153
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	-20	-17	-5
處分不動產、廠房及設備	7	2	1
投資活動現金流量	-1,053	-1,595	935
短期借款增減	394	827	-470
長期借款增減	536	50	-300
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-460	-455	-566
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	317	422	-1,336
淨現金流量	81	-121	-248

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年2月21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