2018 年 5 月 21 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
8499 TT 鼎炫-KY	持有 目標價 93	鼎炫-KY的投資評等買進調降至持有，目標價由115元調降為93元，潛在報酬率10.2%，主因：(1)匯率造成1Q18毛利率下滑以及匯兌損失，獲利嚴重不如預期；(2)2Q18營收以YoY持平為目標；(3)下修2018年獲利預估。

研究員 呂金源
alumi@jsun.com

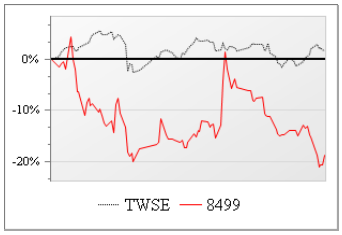
近期投資評等

05/21/2018	持有/中立
03/28/2018	買進

公司基本資料

收盤價(元)(05/18/2018)	84.40
股本(百萬元)	518
總市值(億元)	43.7
每股淨值(元)	38.66
外資持股比(%)	72.98
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	48
融資餘額(05/18/2018)	N.A

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

◆ **匯率造成1Q18毛利率下滑以及匯兌損失：**

公司1Q18營收3.14億元，QoQ-19%，主因進入淡季所導致，1Q18毛利率由4Q17的47.6%下滑至39.85%，QoQ-7.75ppts，營業利益0.73億元，QoQ-43.4%，業外由於匯兌損失0.25億元(上櫃現增取得6億元轉換為美元約2,000萬曝險部位)，稅後淨利0.35億元，EPS 0.68元。公司1Q18毛利率出現大幅下滑主因匯兌不利因素所影響(5ppts)，另外加上電子材料事業部進入淡季營收比重下滑所導致。

◆ **2Q18預期營收、毛利率上揚：**

04/2017營收0.98億元，MoM-20%，YoY-12%，表現不如預期主因在於電子材料事業部主要客戶正值新舊產品交替期間，短期出現訂單遞延，加上衡器事業旗下自有品牌T-Scale在中國大陸衡器專案因缺料導致備貨不及。公司認為遞延訂單可望於05/2018恢復出貨，最遲06/2018可見到明顯成長，公司以YoY不衰退為目標，2Q17營收為3.95億元，若要達成此一目標，平均單月營收須達到1.5億元。

◆ **旺季延後，下修2018年獲利預估：**

展望2018年，預期智慧型衡器為公司主要成長動能來源，電子材料呈現穩定成長，但由於目前仍處於市場開發階段，新軟體平台客戶接受度影響業績甚大，仍需觀察，因此日盛預估2018年營收15.62億元，YoY+6.36%，毛利率小幅下滑至43.76%，營業利益4.58億元，YoY-1.06%，稅後淨利3.21億元，YoY-2.19%，EPS 6.21元。公司預計配發5元現金股息，殖利率約6%。由於近期股價出現重挫，公司決議買回1,500張庫藏股，買進價格區間為65元~92元之間，買回期間05/14/2018 ~ 07/13/2018。以2018年PER 15倍計算，目標價93元，建議持有。

單位:百萬元	2017	2018F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	1,469	1,562	390	388	314	361	433	455
營業毛利	673	684	182	185	125	153	198	208
營業利益	462	458	126	129	73	99	139	146
稅後純益	328	321	89	89	35	72	104	110
稅後 EPS(元)	6.34	6.21	1.72	1.72	0.68	1.40	2.01	2.12
毛利率(%)	45.84	43.76	46.75	47.57	39.85	42.45	45.64	45.7
營業利益率(%)	31.48	29.29	32.3	33.33	23.38	27.45	32.04	32.2
稅後純益率(%)	22.35	20.55	22.91	22.96	11.14	20.04	24.03	24.15
營業收入 YoY/QoQ(%)	2.05	6.36	-1.28	-0.36	-19.17	15	20	5
營業利益 YoY/QoQ(%)	0.86	-1.06	4.29	2.83	-43.3	35.03	40.07	5.52
稅後純益 YoY/QoQ(%)	7.4	-2.19	1.03	-0.16	-60.77	106.82	43.9	5.52

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **匯率造成1Q18毛利率下滑以及匯兌損失：**

公司1Q18營收3.14億元，QoQ-19%，主因進入淡季所導致，1Q18毛利率由4Q17的47.6%下滑至39.85%，QoQ-7.75ppts，營業利益0.73億元，QoQ-43.4%，業外由於匯兌損失0.25億元(上櫃現增取得6億元轉換為美元約2,000萬曝險部位)，稅後淨利0.35億元，EPS 0.68元。公司1Q18毛利率出現大幅下滑主因匯兌不利因素所影響(5ppts)，另外加上電子材料事業部進入淡季營收比重下滑所導致。

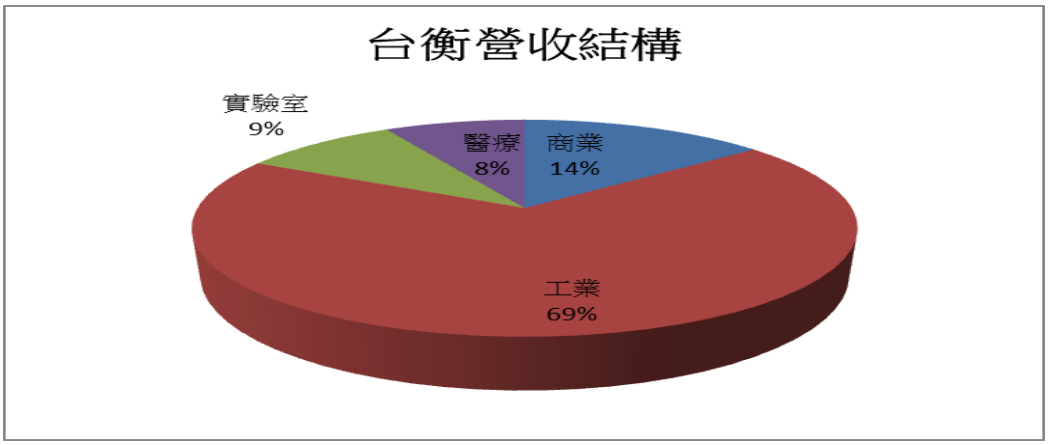
◆ **2Q18預期營收、毛利率上揚：**

04/2017營收0.98億元，MoM-20%，YoY-12%，表現不如預期主因在於電子材料事業部主要客戶正值新舊產品交替期間，短期出現訂單遞延，加上衡器事業旗下自有品牌T-Scale在中國大陸衡器專案因缺料導致備貨不及。公司認為遞延訂單可望於05/2018恢復出貨，最遲06/2018可見到明顯成長，公司以YoY不衰退為目標，2Q17營收為3.95億元，若要達成此一目標，平均單月營收須達到1.5億元。

◆ **台衡品牌與代工平衡發展：**

衡器產業屬於利基型產業，由於屬於計量器具，各國皆設有認證機構，為產業除技術外的主要進入障礙。台衡產品應用以工業用衡器為大宗，占公司營收約67%，其次為商業用衡器14%，實驗室用與醫療用營收占比分別為9%及8%，公司不生產家庭用衡器。公司共計取得100多項產品認證，並獲得歐盟及美國計量檢定授權，因此得以在全球進行產品銷售。台衡自有品牌營收占比約40%，主要市場在大陸以及亞洲，貼牌代工營收占比60%，主要合作對象為歐美業者。

圖一、台衡產品應用領域



資料來源：鼎炫-KY、日盛繪製

◆ **衡器市場革命正在發生：**

衡器市場屬於成熟型利基市場，在80年代由於電子產業興起，衡器市場由以往的機械式衡器轉變為電子衡器，台衡的前身由於錯失此一市場趨勢，因此業績大幅下滑。第二代接手經營後，決定放棄機械式衡器業務，轉往大陸成立台衡公司，全力投入電子式衡器的研發與生產。

而由於物聯網、大數據趨勢的逐漸成形，衡器市場進入另一次的變革，智慧型衡器於2010年開始進入市場，預期將會因發市場革命。公司認為在目前衡器市場中，未來5~10年智慧型衡器將會有50%的市佔率。未來結合工業電腦、收銀機、廣告機、印表機、掃描槍、讀卡機的智慧型衡器將成為市場主流，公司認為由於附加價值提升，智慧型衡器市場將為目前傳統衡器市場規模的10倍。

圖二、衡器市場的變革

資料來源：鼎炫-KY

◆ **台衡掌握衡器市場趨勢變革的機會：**

台衡已開發TOS智能秤重系統，與國際大廠同步進入智慧型衡器領域。由於衡器市場需要市場規模小且需要各國政府認證許可，其他行業雖試圖切入，但許可取得曠日廢時且不符成本效益，因此取得異業結盟的機會，如與POS廠、銀行、快遞業等皆有合作開發產品。

台衡傳統電子衡器平均毛利率約30~35%，智慧型衡器由於附加價值提升，不僅平均售價提升，毛利率也同步上升，估計依附加功能的不同，毛利率約在40~45%之間。台衡2016年智慧型衡器營收占比約8%，2017年出貨量僅成長7%，遠低於公司預期，主因在於中國農改超得趨勢雖然明顯，但由於各市場要求不一，且規格不斷修正，因額認證期拉長。為因應此一狀況，公司目前收購上海軟體公司51%股權，建立標準化管理平台，期待市場能接受此一交易平台，降低個別市場不同要求所造成的公司資源浪費以及縮短軟體開發時間。

◆ **蘋果是隆揚最大客戶：**

隆揚為鼎炫-KY集團中負責電子材料的生產與銷售，其中80~90%產品為防電磁干擾產品，由於隆揚從原材料開發、中游模切加工到終端客戶解決方案服務，因此產品毛利率達到50~60%，高於同業水準。而其他產品由於多為中游模切與服務，因此毛利率僅約30%。隆揚主要客戶為蘋果，主要提供iPad與Mac Book，營收占比約60~70%，為蘋果概念股之一。公司目前積極進行通路、產品的拓展，以增加未來業績的成長機會，目前正積極開發TV用防電磁波的客戶。

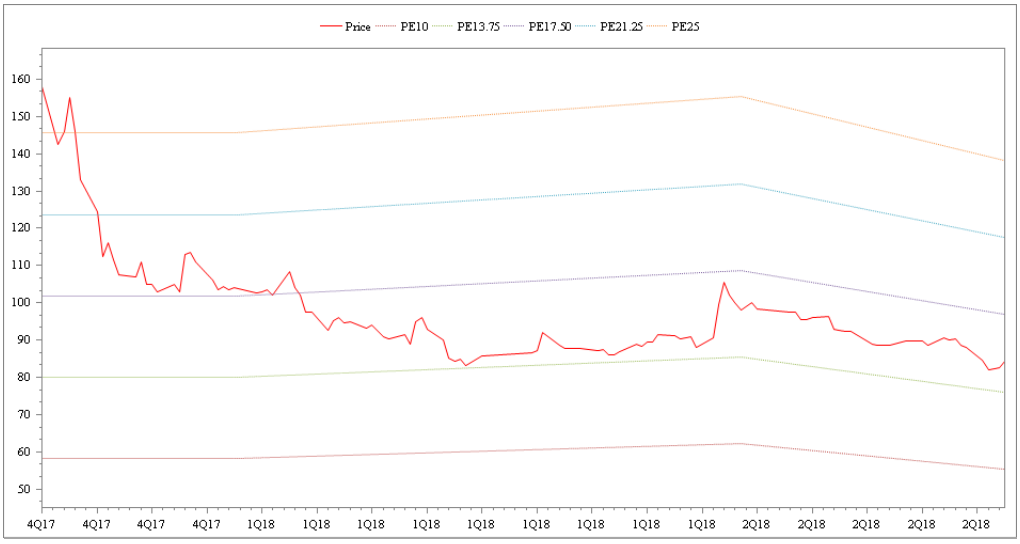
圖三、隆揚產品用途

資料來源：鼎炫-KY

◆ **旺季延後，下修2018年獲利預估：**

展望2018年，預期智慧型衡器為公司主要成長動能來源，電子材料呈現穩定成長，但由於目前仍處於市場開發階段，新軟體平台客戶接受度影響業績甚大，仍需觀察，因此日盛預估2018年營收15.62億元，YoY+6.36%，毛利率小幅下滑至43.76%，營業利益4.58億元，YoY-1.06%，稅後淨利3.21億元，YoY-2.19%，EPS 6.21元。公司預計配發5元現金股息，殖利率約6%。由於近期股價出現重挫，公司決議買回1,500張庫藏股，買進價格區間為65元~92元之間，買回期間05/14/2018 ~ 07/13/2018。以2018年PER 15倍計算，目標價93元，建議持有。

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
20180521	持有/中立	93.0
20180328	買進	115.0
20171124	未評等	

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2016	2017	2018F	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	1,439	1,469	1,562	403	296	395	390	388	314	361	433	455
營業毛利	660	673	684	211	133	174	182	185	125	153	198	208
營業費用	202	211	226	66	46	53	56	55	52	54	59	61
營業利益	458	462	458	144	87	121	126	129	73	99	139	146
營業外收支	32	-21	-21	26	0	-3	-7	-11	-21	0	0	0
稅前純益	490	441	437	171	86	118	119	118	52	99	139	146
稅後純益	306	328	321	123	62	89	89	89	35	72	104	110
最新股本	518	518	518	518	518	518	518	518	518	518	518	518
稅後 EPS(元)	5.91	6.34	6.21	2.37	1.19	1.72	1.72	1.72	0.68	1.40	2.01	2.12
經營效率(%)												
毛利率	45.86	45.84	43.76	52.25	44.75	44.05	46.75	47.57	39.85	42.45	45.64	45.7
營業利益率	31.85	31.48	29.29	35.82	29.21	30.57	32.3	33.33	23.38	27.45	32.04	32.2
稅前純益率	34.07	30.04	27.95	42.39	29.08	29.92	30.48	30.43	16.72	27.45	32.04	32.2
稅後純益率	21.24	22.35	20.55	30.44	20.78	22.51	22.91	22.96	11.14	20.04	24.03	24.15
YoY(%)												
營收	-1.4	2.05	6.36	--	--	--	9.92	-3.73	5.84	-8.56	11.15	17.13
營業利益	2.24	0.86	-1.06	--	--	--	-5.82	-10.42	-15.29	-17.9	10.27	13.16
稅前純益	2.75	-10.03	-1.03	--	--	--	-6.07	-30.88	-39.16	-16.12	16.83	23.92
稅後純益	-7.17	7.4	-2.19	--	--	--	-4.46	-27.4	-43.25	-18.61	16.57	23.21
QoQ(%)												
營收				13.77	-26.47	33.11	-1.28	-0.36	-19.17	15	20	5
營業利益				8.11	-40.04	39.31	4.29	2.83	-43.3	35.03	40.07	5.52
稅前純益				35.18	-49.55	36.95	0.56	-0.52	-55.59	88.81	40.07	5.52
稅後純益				31.39	-49.81	44.2	1.03	-0.16	-60.77	106.82	43.9	5.52

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	2016	2017	1Q18
流動資產	936	1,653	1,635
現金及約當現金	352	1,046	596
公允價值衡量金融資產	--	0	93
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	210	216	202
非流動資產	437	472	507
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	317	290	290
無形資產	8	8	8
資產總計	1,373	2,125	2,143
流動負債	363	336	296
短期借款	0	--	--
非流動負債	87	118	122
負債總計	450	454	418
股本	460	518	518
普通股股本	460	518	518
資本公積	149	666	666
保留盈餘	331	522	557
庫藏股票	--	--	--
股東權益	923	1,671	1,725
每股淨值(元)	--	32.14	33.17
流動比率(%)	257.83	491.55	552.43
速動比率(%)	199.6	426.82	483.72
應收帳款週轉率(%)	3.7	4.1	0.9
負債比率(%)	32.79	21.36	19.49
稅後股東權益報酬率(%)	33.02	25.52	2.07

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
繼續營業單位稅前損益	490	441	52
折舊及攤提費用	30	28	7
利息費用	1	1	0
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	0	1	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	63	-18	43
存貨增減	-15	0	18
應付帳款增減	-33	-16	-27
營業活動現金流量	383	358	54
公允價值衡量金融資產增減	-8	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	-11	-8	-3
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	431	-74	-517
短期借款增減	-7	0	0
長期借款增減	-2	-2	-1
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	93	597	--
發放現金股利	-935	-161	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-886	428	0
淨現金流量	-79	695	-451

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