

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
8349 TT 恒耀	買進  目標價 130	恒耀的投資評等維持買進，目標價130元，潛在漲幅30%，主要理由如下： (1) Tesla Model 3 訂單加速成長，100%併入旗下獲利最佳的廈門廠有助於獲利提升； (2) 目前本益比位於相對低檔區，現金股利殖利率逾5%具吸引力。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

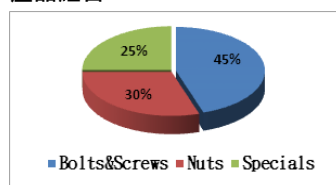
近期投資評等

07/12/2018	買進
03/01/2018	買進
09/07/2017	持有/中立

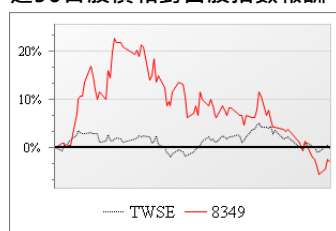
公司基本資料

收盤價(元)(07/11/2018)	100.00
股本(百萬元)	1,163
總市值(億元)	116.3
每股淨值(元)	41.81
外資持股比(%)	4.00
投信持股比(%)	2.62
近 20 日均量(張)	229
融資餘額(07/11/2018)	2,469

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	2017	2018F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	10,345	11,213	2,748	2,660	2,859	2,833	2,861	2,729
營業毛利	2,565	2,745	650	622	702	704	718	706
營業利益	1,122	1,218	252	237	319	324	339	328
稅後純益	689	859	201	153	192	244	270	261
稅後 EPS(元)	5.92	7.38	1.73	1.32	1.65	2.09	2.32	2.24
毛利率(%)	24.79	24.48	23.66	23.37	24.54	24.83	25.11	25.88
營業利益率(%)	10.85	10.87	9.16	8.89	11.16	11.42	11.86	12.01
稅後純益率(%)	6.66	7.66	7.33	5.77	6.72	8.59	9.43	9.56
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.28	8.39	4.1	-3.22	7.48	-0.88	0.98	-4.62
營業利益 YoY/QoQ(%)	27.18	8.57	-12.92	-6.08	34.88	1.43	4.87	-3.41
稅後純益 YoY/QoQ(%)	37.3	24.68	19.66	-23.82	25.21	26.76	10.78	-3.31

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **增持廈門廠股權至100%，預計3Q18完成：**為了進一步整合關係企業資源，恒耀於04/2018董事會決議，將以6,400萬美元購買轉投資BOLTUN BVI CORPORATION 45%的股權，增購後持股將達100%，廈門廠股權增購計畫預計最快於08/2018完成，3Q18開始併表，BOLTUN BVI 2017年營收約7.7億元人民幣，稅後淨利約1.25億元人民幣，以增持45%的股權來計算，約當可貢獻2.5億元的獲利，一年將至少貢獻EPS 2.5元以上，將是推升恒耀後續獲利成長的重要動力來源。
- ◆ **Tesla 訂單開始加速成長：**恒耀在2016年成功取得Tesla Model 3的扣件訂單，先前持續受到Model 3量產進度遠低於預期的影響，至今為止對恒耀營運實質的貢獻仍相當有限，1H18僅貢獻營收約1百萬美元，不過Model 3的量產進度持續轉佳，近幾個月的訂單呈現跳躍式的成長，如果Model 3的週產量能維持在5千輛的水準，則Tesla全年營收的貢獻預估可達5百萬美元以上，正式躍升為台灣廠第二大客戶，由於交給Tesla的產品單價相對較高，隨著Model 3的產能持續增加，來自Tesla訂單的貢獻將於2H18開始顯現，恒耀目前已掌握Tesla後續幾個新車款的訂單，且Tesla已確定將在上海設立新生產線，將有利於廈門廠中長期的發展。
- ◆ **2018年營運展望佳：**展望2018年，預估歐洲及中國市場的年成長率為5~10%，整體營運維持穩健成長無虞，營收成長幅度預估將落在5~10%的區間，由於規模經濟持續顯現，有利於獲利率的維持，2H18除了Tesla Model 3的訂單將持續增加之外，廈門ESKA預計於3Q18正式導入量產，再加上廈門廠併入的效益將開始顯現，中期營運展望佳，日盛預估恒耀2018年EPS為7.38元(以最新股本11.63億元計算，CB完全轉換後股本為12.3億元)，目前評價已位於近年本益比相對低檔區，且現金股利殖利率達5.49%，投資評等維持買進，評價給予2018年PER18倍，目標價130元。

2018年7月12日

◆ 公司簡介：

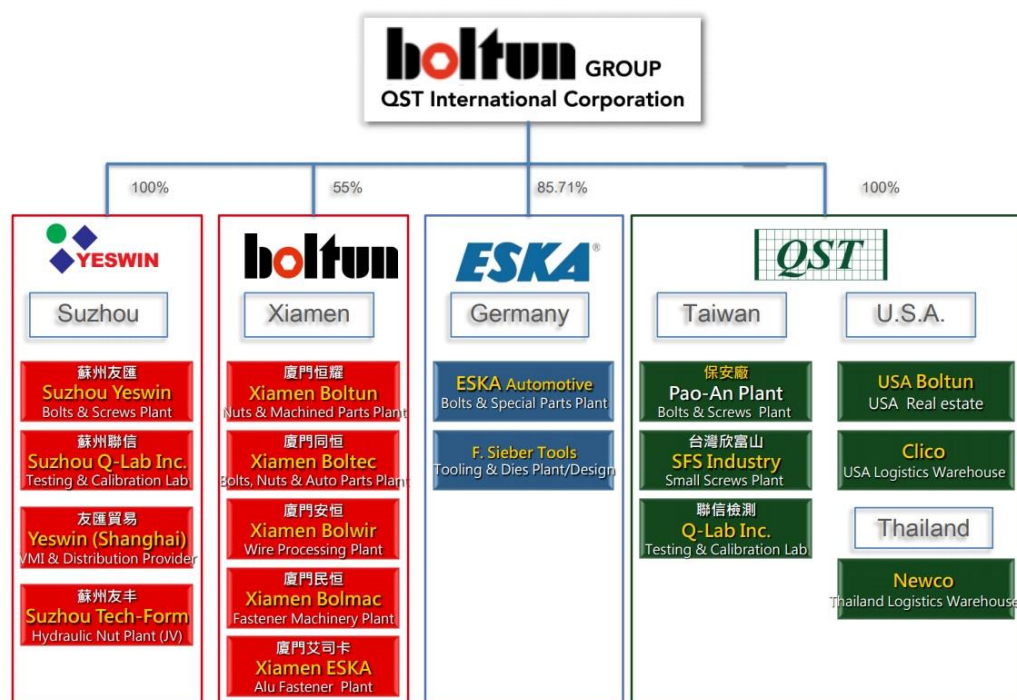
恒耀創立於 1985 年，主要產品為車用及工業用扣件，目前為國內最大的車用扣件製造廠，國內同類型的公司為 5007 TT 三星及 2066 TT 世德，目前年產能已超過 10 萬噸，全球市佔率約 3%~5%，生產基地位在台灣(保安跟仁德)、德國、廈門、蘇州等地，目前在全球 5 個國家(台、中、美、德、泰)共有 21 個生產及銷售據點。目前產品約 80% 應用在汽車(Auto OEM 40%、Tiers 30%、Non-Auto OEM 17%(電子電機)、其他 12%)，銷貨對象是汽車廠或是 Tiers 大廠(如 ZF、TRW...等)等本身是組裝廠的公司，跟同業是出給經銷商再賣給 OEM 廠的模式不同，因此利潤空間相對較大。以地區別比重而言，目前美國及歐洲皆佔 30%，亞洲佔 40%，約各佔三分之一，生產製造銷售都在當地，收付都是用當地貨幣，因此只有台灣(外銷美國)會受到匯率影響，恒耀目前主要客戶包括上海大眾、Benz、BMW、Nissan 等車廠，前 4 大客戶合計共佔約 3 成的營收比重，Tiers 的一大客戶為 ZF，其他還包括 Continental、Magna、DENSO、TRW、JCI、LEAR 等廠商。

台灣目前是全球第 5 大螺絲螺帽生產國，前 5 大國家依序是美國(市佔 19%)、中國(18%)、日本(10%)、德國(8%)、台灣(5%)，螺絲螺帽應用以汽車佔 25%為最大，恒耀目前是全球第 8 大車用扣件製造廠，目前全球最大車用扣件廠是青山(Toyota 合資廠，只做 Toyota)，2、3 名是義大利廠 Fontana 及 Agrati，恒耀的中長期目標是做到全球前 3 大廠，目前距離第 3 名的營收規模還差一倍，後續仍有相當大的成長空間。目前台灣廠是研發基地所在，負責生產製造外銷至北美，再透過當地通路銷售，主要客戶包括 GM、福特、Bentler 等汽車及汽車零組件大廠。蘇州廠就近供應當地客戶需求，廈門廠最大客戶為上海大眾，除了當地製造之外，還有物流配送服務，為集團內獲利最高的廠。2006 年之前，中國廠主要是以外銷為主，目前幾乎全是內銷，無論是自主品牌或是合資車廠都是直接供貨，不過自有品牌車廠比重較低，90%是合資車廠，主要客戶包括上海、一汽、日產、本田、豐田等車廠，最大客戶是上海大眾，在中國就近提供客戶所需，倉庫都設在車廠附近，報價採用浮動式，受原料價格波動影響不大。

◆ 增持廈門廠股權至 100%，預計 3Q18 完成：

為了進一步整合關係企業資源，恒耀於 04/2018 董事會決議，將以 6,400 萬美元購買轉投資 BOLTUN BVI CORPORATION 45%的股權，增購後持股將達 100%，BOLTUN BVI 旗下持有之轉投資公司為廈門恒耀金屬、廈門同恒金屬、廈門安恒鋼材、廈門民恒機械及廈門艾司卡汽車零部件等 5 家公司，在完成收購之後，有助於整合旗下關係企業並簡化資源配置，可望提高營運績效及獲利能力，廈門廠股權增購計畫預計最快於 08/2018 完成，3Q18 開始完整併表，BOLTUN BVI 2017 年營收約 7.7 億元人民幣，稅後淨利約 1.25 億元人民幣，以增持 45%的股權來計算，約當可貢獻 2.5 億元的獲利，一年將至少貢獻 EPS 2.5 元以上，將是推升恒耀後續獲利成長的重要動力來源。

圖一、恒耀轉投資架構



資料來源：恒耀法說會資料

◆ 2017年營運創歷史新高紀錄：

恒耀 2017 年的營收、毛利率、營利率及稅後淨利都創下歷史新高紀錄，雖然 2017 年的營收受到匯率波動的影響增幅相對有限(YoY+3.06%)，不過由於毛利率提升加上營業費用率下降，帶動營業利益的成長幅度(YoY+27.18%)遠高於營收的成長，雖然業外的部分受到匯兌損失約 4 千萬元的影响，但 2017 年稅後淨利達 6.89 億元，仍較 2016 年的 5.02 億元大幅提升 37.3%。

◆ 廈門 ESKA 預計 3Q18 正式導入量產：

在斥資 6 千萬歐元併購的德國扣件廠 ESKA 方面，2014 年開始併入合併報表，收購當時的營收是 7,800 萬歐元，2016 年的營收已成長至 8,800 萬歐元，2017 年的營收持續成長至 9,500 萬歐元，德國雖然人工貴、生產成本較高，但毛利率也高，ESKA 有 2 個廠房，單一最大客戶是賓士，汽車集團最大客戶則是福斯集團，德國廠的訂單跟技術已陸續移轉到中國，並已在中國設立新公司廈門 ESKA，以交貨給中國 BMW 跟 Benz，目前由德國移至中國的測試機台已陸續到並位於 2Q18 開始試產，在通過德國測試之後，預計 3Q18 正式導入量產，以往中國進口件已逐步國產化，將開始迎接中國國產化的商機，未來會把德國廠的技術持續轉移到亞太地區開發新市場。

2018 年 7 月 12 日

恒耀持續在德國廠開發鋁製扣件，選擇在歐洲開發鋁製螺絲的主因是歐系車零組件鋁製的比重較高，由於鋁製品必須搭配使用鋁製螺絲，目前鈹材跟引擎都採用鋁製品的比率持續提升，帶動市場需求同步成長。鋁製螺絲的關鍵在於鋁合金材質的混料比例以及熱處理等技術，目前為全球唯二有量產能力的公司，鋁製螺絲產品的主要客戶為賓士、福斯、BMW，2016 年鋁製螺絲產品的營收達 1,300 萬~1,400 萬歐元，2017 年營收達到 1,700 萬歐元，2018 年的目標是達到 2 千萬歐元，ESKA 近年來及後續的成長動能在於鋁製扣件產品，恒耀將持續發展鋁製螺絲搶佔汽車輕量化趨勢商機。

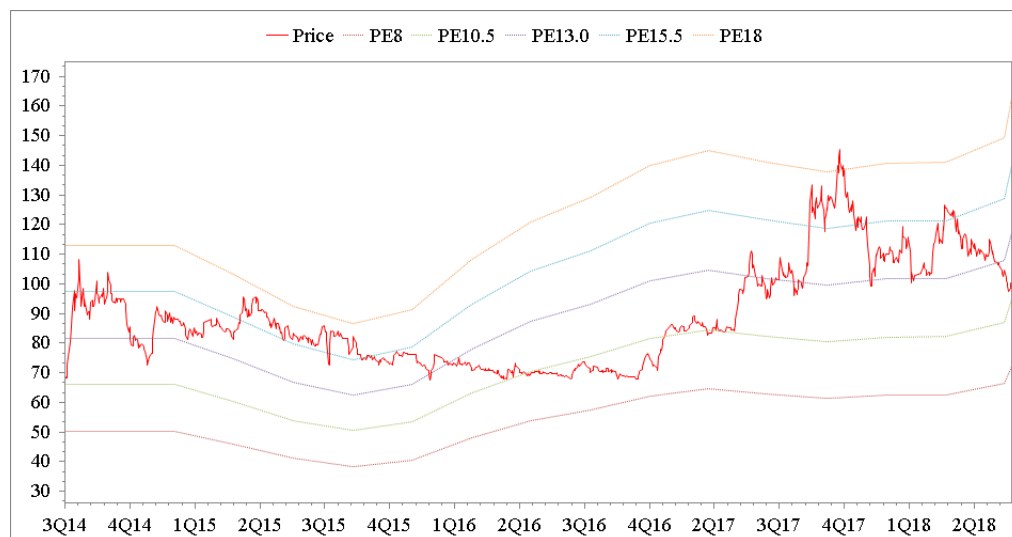
◆ Tesla 訂單開始加速成長：

恒耀在 2016 年成功取得 Tesla Model 3 的扣件訂單，已於 09/2016 開始小量出貨，目前為其主要供應商，佔供應比重約 50%，不過先前持續受到 Model 3 量產進度遠低於預期的影響，因此至今為止對恒耀營運實質的貢獻仍相當有限，1H18 僅貢獻營收約 1 百萬美元，不過 Model 3 的量產進度持續轉佳，近幾個月的訂單呈現跳躍式的成長，如果 Model 3 的週產量能維持在 5 千輛的水準，則 Tesla 全年營收的貢獻預估可達 5 百萬美元以上，正式躍升為台灣廠第二大客戶，由於交給 Tesla 的產品單價相對較高，隨著 Model 3 的產能持續增加，來自 Tesla 訂單的貢獻將於 2H18 開始顯現，恒耀目前已掌握 Tesla 後續幾個新車款的訂單，且 Tesla 已確定將在上海設立新生產線，將有利於廈門廠中長期的發展。

◆ 2018 年營運展望佳：

展望 2018 年，預估歐洲及中國市場的年成長率為 5%~10%，整體營運維持穩健成長無虞，營收成長幅度預估將落在 5%~10% 的區間，由於規模經濟持續顯現，有利於獲利率的維持，2H18 除了 Tesla Model 3 的訂單將持續增加之外，廈門 ESKA 預計於 3Q18 正式導入量產，再加上廈門廠併入的效益將開始顯現，中期營運展望佳，日盛預估恒耀 2018 年 EPS 為 7.38 元(以最新股本 11.63 億元計算，CB 完全轉換後股本為 12.3 億元)，目前評價已位於近年本益比相對低檔區，且現金股利殖利率達 5.49%，未來評價可望隨著電動車及輕量化等趨勢發展持續提升，投資評等維持買進，評價給予 2018 年 PER 18 倍，目標價 130 元。

### 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
20180712	買進	130.0
20180301	買進	130.0
20170907	中立	101.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年7月12日

**損益表**

單位：百萬元	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	10,016	10,345	11,213	2,460	2,496	2,640	2,748	2,660	2,859	2,833	2,861	2,729
營業毛利	2,467	2,565	2,745	671	599	645	650	622	702	704	718	706
營業費用	1,584	1,450	1,525	361	327	365	396	384	382	380	379	379
營業利益	882	1,122	1,218	310	271	289	252	237	319	324	339	328
營業外收支	95	93	73	-3	11	5	81	34	18	10	11	11
稅前純益	978	1,216	1,292	307	282	294	332	271	337	334	350	339
稅後純益	502	689	859	152	167	168	201	153	192	244	270	261
最新股本	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163
稅後 EPS(元)	4.31	5.92	7.38	1.31	1.43	1.45	1.73	1.32	1.65	2.09	2.32	2.24
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	24.63	24.79	24.48	27.29	23.98	24.41	23.66	23.37	24.54	24.83	25.11	25.88
營業利益率	8.81	10.85	10.87	12.62	10.85	10.96	9.16	8.89	11.16	11.42	11.86	12.01
稅前純益率	9.76	11.75	11.52	12.48	11.3	11.14	12.1	10.19	11.79	11.77	12.24	12.41
稅後純益率	5.01	6.66	7.66	6.19	6.69	6.38	7.33	5.77	6.72	8.59	9.43	9.56
<b>YoY(%)</b>												
營收	3.3	3.28	8.39	1.2	-2.57	7.14	7.38	8.11	14.52	7.33	4.11	2.6
營業利益	1.39	27.18	8.57	22.78	11.27	35.88	45.26	-23.81	17.81	11.88	34.74	38.57
稅前純益	3.51	24.33	6.27	32.7	11.7	39.68	17.33	-11.78	19.5	13.42	5.39	25.03
稅後純益	1.55	37.3	24.68	42.9	52.4	50.61	15.8	0.82	15.12	44.68	33.94	70.01
<b>QoQ(%)</b>												
營收				-3.87	1.46	5.76	4.1	-3.22	7.48	-0.88	0.98	-4.62
營業利益				79.06	-12.78	6.8	-12.92	-6.08	34.88	1.43	4.87	-3.41
稅前純益				8.4	-8.17	4.28	13.03	-18.5	24.39	-1.02	5.02	-3.31
稅後純益				-12.5	9.66	0.86	19.66	-23.82	25.21	26.76	10.78	-3.31

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	5,226	6,303	7,423
現金及約當現金	528	469	1,467
公允價值衡量金融資產	0	4	3
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	2,669	3,525	3,638
非流動資產	5,346	5,844	5,957
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	3,877	4,304	4,351
無形資產	870	865	863
資產總計	10,572	12,147	13,380
流動負債	3,160	4,895	5,844
短期借款	1,365	2,297	3,541
非流動負債	3,249	1,163	863
負債總計	6,410	6,059	6,707
股本	910	1,106	1,156
普通股股本	910	1,041	1,106
資本公積	1,190	2,147	2,435
保留盈餘	826	1,325	1,479
庫藏股票	0	--	--
股東權益	4,162	6,088	6,673
每股淨值(元)	28.98	38.9	42.07
流動比率(%)	165.36	128.74	127.01
速動比率(%)	78.91	55.85	63.61
應收帳款週轉率(%)	5.32	4.96	1.19
負債比率(%)	60.63	49.88	50.13
稅後股東權益報酬率(%)	18.67	19.85	3.35

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	978	1,216	271
折舊及攤提費用	645	662	168
利息費用	116	110	31
股利收入	-12	-8	--
權益法認列關聯企業損益	-29	-41	-13
處分不動產、廠房及設備	1	-7	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	15	-328	32
存貨增減	-129	-859	-147
應付帳款增減	88	18	7
營業活動現金流量	1,180	495	187
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	-74	0	--
取得不動產、廠房及設備	-856	-1,052	-200
處分不動產、廠房及設備	103	28	0
投資活動現金流量	-798	-1,049	-240
短期借款增減	547	994	1,242
長期借款增減	-1,679	7	-164
公司債發行	1,494	0	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-364	-469	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-325	461	963
淨現金流量	-196	-60	998

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年7月12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