

2018年7月12日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4563 TT 百德	未評等 目標價	百德於7/12/2018興櫃轉上櫃，承銷價58.9元，首次投資評等為未評等，主要理由如下： (1) 歐洲汽車客戶拉貨動能強勁，預估2018年獲利YoY+32.8%； (2) ROE大幅領先同業，產品精度媲美德日大廠，預期上櫃後評價享有同業PER之中上緣。

研究員 徐培勳

jtr1117barry@jsun.com

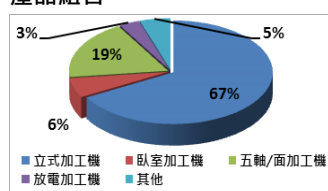
近期投資評等

日期	評等
07/12/2018	未評等

公司基本資料

收盤價(元)(07/11/2018)	86.50
股本(百萬元)	400
總市值(億元)	346
每股淨值(元)	14.04
外資持股比(%)	-
投信持股比(%)	-
近20日均量(張)	-
融資餘額(07/11/2018)	-

產品組合



重點摘要

- ◆ **CNC界的勞斯萊斯**：百德機械成立於1991年，主要生產高階綜合加工中心機，除了有品牌QUASER，並幫德、日大廠代工，累積技術及經驗值，因歐洲市場重視效能、精度，及耐用年限，與百德製造理念相同，開創之初就以生產高階機台並主攻歐洲市場為公司營運目標，2007年成立瑞士子公司，2012年設立中國子公司，2017年設立美國子公司，2017年營收區域別：歐洲佔61%、中國佔8.7%、美國佔5.9%。產品比重：立式加工機佔66.9%、臥式加工機佔6.1%、五軸/五面加工機佔18.5%、放電機及其他8.5%，目前百德是台灣最高精度之五軸機生產廠商，不論耐用度或精度皆可與德、日本大廠相比，故有「CNC界的勞斯萊斯」之稱。
- ◆ **產業需求旺盛，加計業外匯兌收益挹注，1Q18獲利由虧轉盈**：1Q18稅後淨利0.3億元，由虧轉轉盈，稅後EPS 0.75元(以增資後股本3.995億元回朔)，因產業需求強勁，中、美、歐洲等客戶拉貨優於預期，營收4.12億元(YoY+27%)，因稼動率提升，毛利率24.3%(YoY+0.3ppts)，1Q18台幣兌歐元由升轉貶，業外產生600萬元匯兌收益。
- ◆ **2H18新產品推出，並開始反映漲價效應，預估2018年獲利YoY+32.8%**：展望2018年，「工業4.0」、「中國製造2025」，使高端CNC綜合加工機需求持續暢旺，中、美、歐洲等客戶拉貨依然強勁，產能利用率維持滿載，目前在手訂單6個月，金額約10億元，為了反映線軌、鑄件等漲價效應，公司於2Q18對下游客戶漲價2%~10%，且過往產業拉貨旺季集中在2H，預估2H18營收將優於1H18，3Q18將推出新式五軸機，不論精度、效能皆較前一代大幅提升，將成為2019年公司成長動能。預估2018年營收22.4億元(YoY+14%)，稅後淨利1.78億元(YoY+32.8%)，稅後EPS 4.45元。
- ◆ **ROE大幅領先同業，評價位於同業PER中緣**：以未來四季EPS計算，目前PER 18.7倍，位於同業本益比13倍~23倍中緣，考量2017年百德ROE 13%，大幅優於同業3%~6%，公司核心技術堅實，產品精度、效能可媲美德日大廠，預期掛牌後百德可享有同業中上緣之本益比。

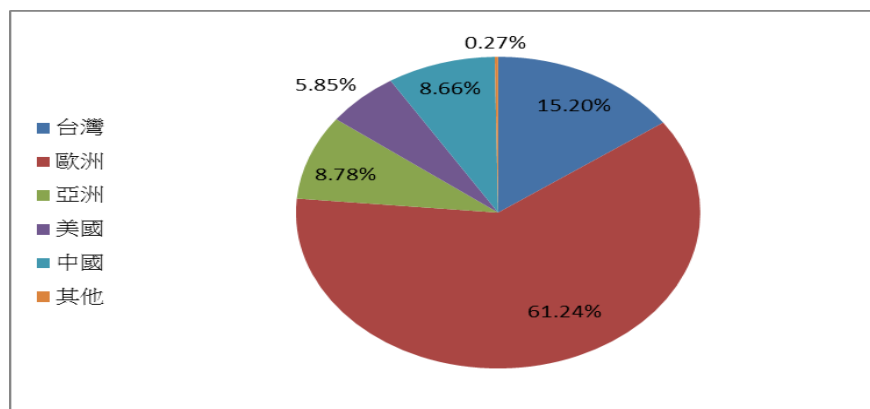
單位:百萬元	2017	2018F	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	1,961	2,236	412	568	619	637	494
營業毛利	451	548	100	138	153	157	120
營業利益	150	226	28	58	69	70	48
稅後純益	134	178	30	41	53	53	37
稅後EPS(元)	3.35	4.45	0.75	1.02	1.34	1.34	0.92
毛利率(%)	23.00	24.52	24.34	24.33	24.67	24.67	24.33
營業利益率(%)	7.70	10.09	6.79	10.24	11.18	11.02	9.70
稅後純益率(%)	6.80	7.95	7.26	7.20	8.63	8.38	7.44
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.50	14.02	-33.45	37.92	8.97	2.98	-22.47
營業利益 YoY/QoQ(%)	6.00	58.84	--	107.14	18.97	1.45	-31.43
稅後純益 YoY/QoQ(%)	13.40	32.75	--	36.67	29.27	0.01	-30.19

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

◆ **低調的王者-CNC界的勞斯萊斯**

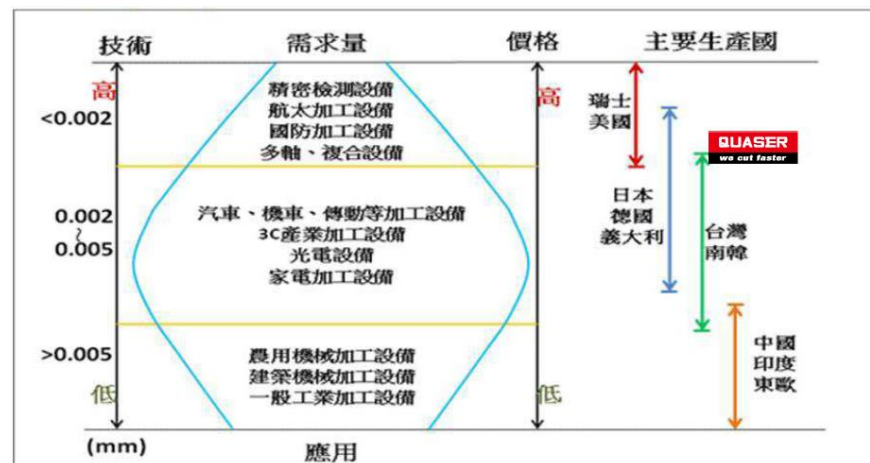
百德機械成立於1991年，主要生產高階綜合加工中心機，除了自有品牌QUASER(品質QUALITY+服務SERVICE)，並幫德、日大廠代工，累積技術及經驗值，因歐洲市場重視效能、精度，及耐用年限，與百德製造理念相同，開創之初就以生產高階機台並主攻歐洲市場為公司營運目標，2007年成立瑞士子公司，2012年設立中國子公司，2017年設立美國子公司，2017年營收區域別：歐洲佔61%、中國佔8.7%、美國佔5.9%。產品比重：立式加工機佔66.9%、臥式加工機佔6.1%、五軸/五面加工機佔18.5%、放電機及其他8.5%，目前百德是台灣五軸加工機精度最高的廠商，不論耐用度或精度皆可與德、日本大廠相比，故有「CNC界的勞斯萊斯」之稱。

圖一、百德 2017 年銷售區域佔比



資料來源：百德、日盛投顧彙整

圖二、百德於全球工具機產業地位分析



資料來源：MA 工具機與零件雜誌、百德

◆ **人才+高品質零件為高端機台的關鍵**

高精度機台除了組裝設計人才的培養，選用高品質的零件為另一項關鍵。人才方面，2008年金融海嘯，各家機台廠大肆裁員節省成本，其中包含老經驗員工，使技術產生斷層，百德除了沒有裁員，並持續發展自身技術，並於2011年正式推出第一台台灣自製的五軸CNC綜合加工機，因五軸機可生產軍事和航太產品，為各國嚴格控管之管制品，目前百德是台灣最高精度之五軸機生產廠商，不管效能或精度皆可與歐洲、日本大廠相比，故有「CNC界的勞斯萊斯」之稱。

◆ 堅持使用高品質零件，產品精度受業界肯定

表一、百德主要零件供應商

主要原料	供應商
控制器	德系：HEIDENHAIN 海德漢、SIEMENS 西門子。 日系：FANUC 發那科、MITSUBISHI 三菱。
鑄件	甲聖、陸霖、守成等台灣鑄造廠。
主軸	基特、松浦等。
滾珠螺桿	上銀。
線性滑軌	THK、上銀、BOSCH REXROTH。
鈹金	中熒、引興、精湛鈹金。

資料來源：百德、日盛投顧彙整

控制器

德國海德漢、西門子及日本發那科、三菱等廠商為全球控制器之領導廠商，其伺服系統整合與高階控制技術仍大幅領先國內控制器廠商，而控制器為決定工具機效率及穩定性之關鍵，因此百德使用德國或日本產製之控制器，可將自身產品性能更加提升。雖外國控制器售價較台灣高，然考量後續可能產生之售服成本，最後選擇使用日系和德系之控制器。

主軸

主軸是工具機的心臟，需具備良好的轉速和鋼性，公司以基特為主要供應商，最高轉速為每分鐘15,000轉，優於台灣廠商平均最高轉速每分鐘12,000轉，而自動供油系統也較國內廠商穩定，可延長工具機耐用年限，為了將產品往更高端的方向發展，07/2017公司開始向日本松浦Matsuura購買，每分鐘轉速可達12,000轉至20,000轉，除了可跨入更高轉速之高階工具機市場，也可減少對單一主軸供應商之依存度。

滾珠螺桿、線性滑軌

受惠「工業4.0」和2016年底3C產業急單需求增加，2049 TT 上銀、6481 JT THK螺桿交期由3個月延長至5個月，線軌之交期更由1Q17之3個月延長至目前6~8個月，且2017年上銀有2次的漲價(約10%)和2次付款規則的調整，考量歐洲地區線軌供給較亞洲地區充裕，故百德於09/2017重新購買德國Deutsche Star GmbH之線軌(在台代理商為德雙直動(股)公司，以下簡稱 Star)，雖價格較亞洲同業高，且規格與亞洲線軌不同，然其線軌交期只需約4個月，是亞洲供應商的一半，過往百德已使用過德國線軌，並有德國機台和日本機台的製作經驗，故在使用和安裝上皆順利。目前線軌及螺

2018年7月12日

桿之庫存約3~4個月，4Q17採購比重，上銀(台灣)22%、THK(日本)23%及Star(德國)55%，較1Q17上銀(台灣)47%及THK(日本)53%有明顯改變。

結論

百德多採用外國之高階零件，因零件價格和品質都較國內好，故公司機台售價和毛利率皆優於同業，2017年百德毛利率為23%，營業毛利率優於亞崴20%、高鋒18%。

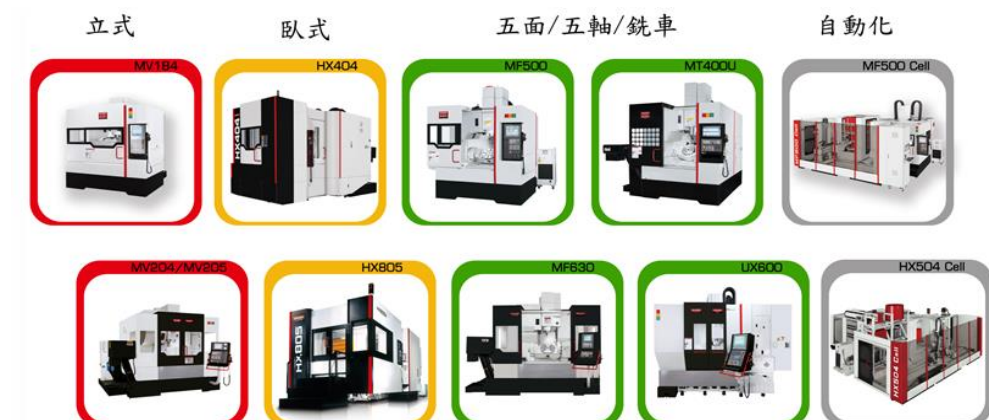
◆ 公司產品與應用產業

百德產品主要分為立式加工機(三軸)、臥式加工機(四軸)、五軸/五面加工機。

1. 立式加工機(三軸)：工具機中的大眾規格，主要應用在一般零件加工，台灣、中國眾多廠商皆有生產，市場銷售競爭較激烈，應用產業別為機械、汽車、電子及模具等。
2. 臥式加工機(四軸)：工具機中規列為中階產品，主要應用在大型零件加工，應用產業別為機械、汽車、國防、航太等。
3. 五軸/五面加工機：工具機中的高階產品，五軸和五面的差別在於，五軸機可五軸同動，而五面機則為任意四軸同動，因五軸機可在鑄件上刻劃出弧形鐵件，可製造高階國防和航太產品，在各國間為管制品，需標註銷售地點和用途，主要應用產業在於機械、國防、汽車、航太、電子、模具、醫療等領域上。

百德2017年立式加工機佔營收66.92%，臥式加工機佔營收6.14%；五軸/五面加工機佔營收18.53%。五軸加工機平均每個月約可產出10~15台，其產量、製造技術及經驗堪稱台灣工具機之領導廠商，且客戶皆為該產業之龍頭。以應用產品別來看，汽車產業佔營收30%，終端客戶有BMW、Mercedes、Porsche等；3C產業佔營收15%，終端客戶有竹興、綠點(捷普集團)、正崴等；模具佔營收10%，主要客戶有DR Engineering、Moltec、HNL、寶成集團等；航太佔營收10%，主要客戶有SME Aerospace、UMWAerospace、漢翔等；其他佔營收35%。

圖三、產品機型分類



資料來源：百德、日盛投顧彙整

表二、產品應用產業分析

用途	應用產業						
	機械	國防	汽車	航太	電子	模具	醫療
1 立式加工機	■ 量產型零件加工	✓		✓		✓	✓
2 立式交換工作台加工機	■ 量產型零件加工	✓		✓	✓	✓	
3 五面加工機	■ 曲面較複雜之零件加工	✓	✓	✓	✓	✓	✓
4 五軸加工機	■ 曲面較複雜之零件加工		✓		✓	✓	✓
5 臥式加工機	■ 大型之量產零件加工	✓	✓	✓	✓		
6 臥加彈性製造單元	■ 少量多樣之零件加工	✓	✓	✓	✓		
7 五軸/面彈性製造單元	■ 曲面複雜及少量多樣之零件加工		✓		✓	✓	✓
8 銑車複合加工機	■ 曲面複雜及少量多樣之零件加工	✓	✓	✓	✓	✓	✓

資料來源：百德

圖四、終端客戶應用產業比重

終端客戶應用為汽車及航太產業約占百德整體營收的30%和10%

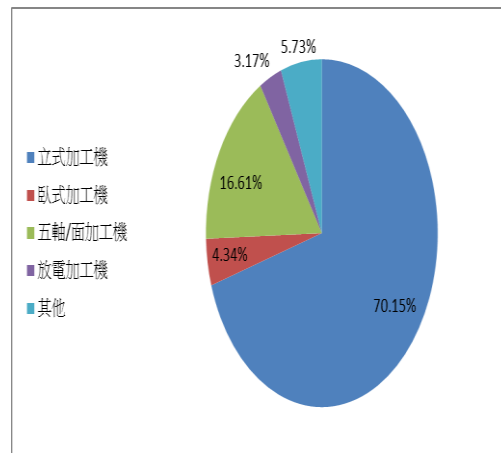


資料來源：百德

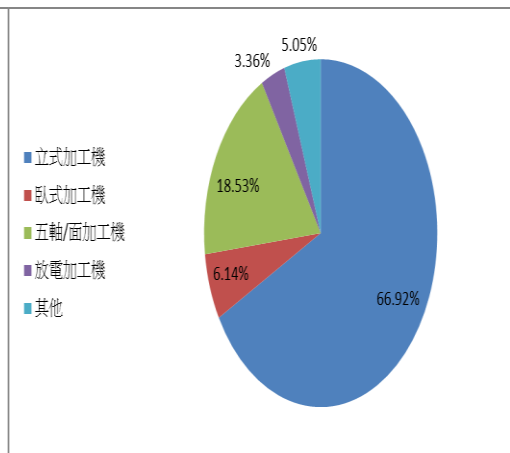
◆ **受惠台幣兌歐元貶值及產能提升，2017年獲利YoY+13.4%**

2017年受惠電子需求提升、「中國製造2025」、中國、美國子公司逐步貢獻營收下，營收19.61億元(YoY+3.5%)，以產品組合來看，立式加工機佔營收66.92%(YoY-3.23ppts)、臥式加工機佔營收6.14%(YoY+1.8ppts)、五軸/五面加工機佔營收18.53%(YoY+1.92ppts) (圖十三、十四)。雖2017年百德中階臥式加工機、高階五軸機出貨比重提升，然因生鐵、線軌等零件漲價，毛利率22.98%(YoY-2.48ppts)，營益率7.67%(YoY-2.85ppts)，業外受惠台幣兌歐元貶值5.2%，貢獻匯兌利益1,255萬元，較2016年匯損6,651萬元，由虧轉盈，稅後淨利1.34億元(YoY+13.37%)，稅後EPS 3.8元。

圖五、百德 2016 年產品組合

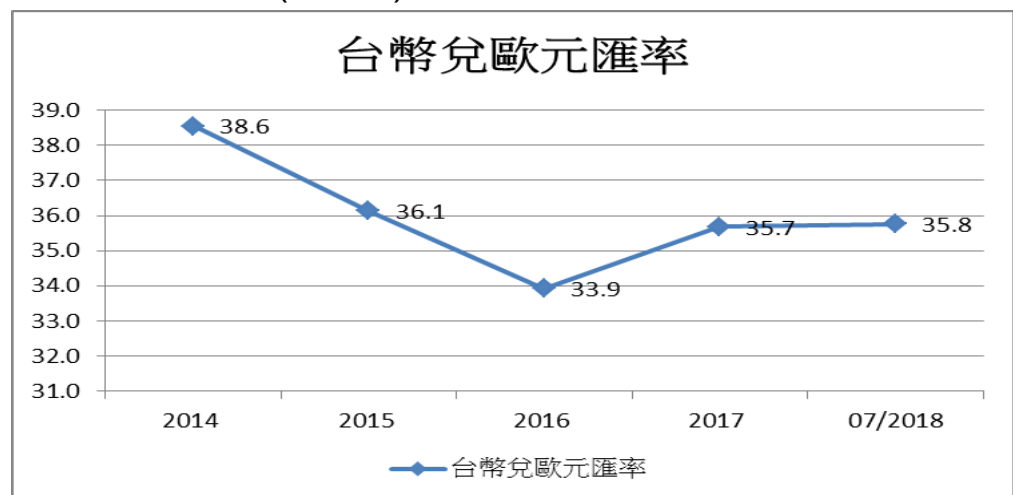


圖六、百德 2017 年產品組合



資料來源：百德、日盛投顧彙整

圖七、台幣兌歐元匯率(年底數據)



資料來源：Cmoney、日盛投顧彙整

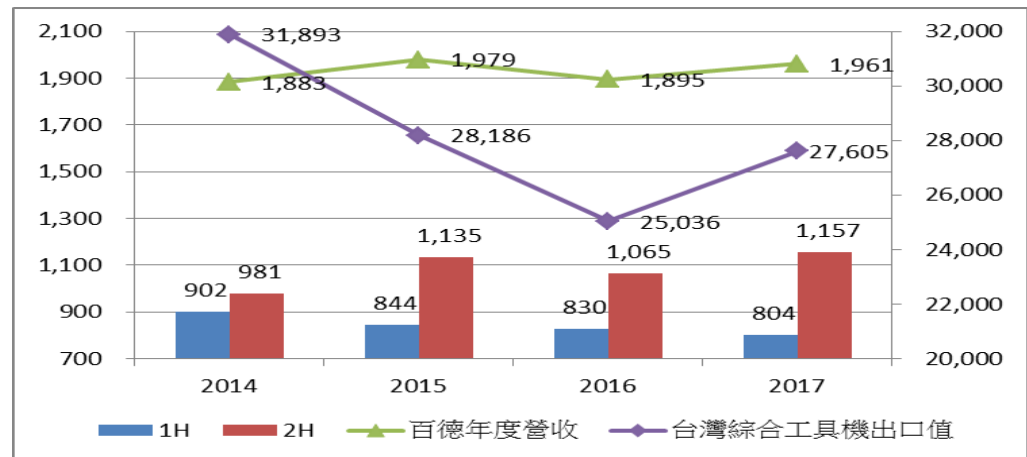
◆ **產業需求旺盛，加計業外匯兌收益挹注，1Q18獲利由虧轉盈**

1Q18稅後淨利0.3億元，由虧轉轉盈，稅後EPS 0.75元(以增資後股本3.995億元回朔)，因產業需求強勁，中、美、歐洲等客戶拉貨優於預期，營收4.12億元(YoY+27%)，因稼動率提升，毛利率24.3% (YoY+0.3ppts)，1Q18台幣兌歐元由升轉貶，業外產生600萬元匯兌收益。

◆ **2H18新產品推出，並開始反映漲價效應，預估2018年獲利YoY+32.8%**

展望2018年，「工業4.0」、「中國製造2025」，使高端CNC綜合加工機需求持續暢旺，中、美、歐洲等客戶拉貨依然強勁，產能利用率維持滿載，目前在手訂單6個月，金額約10億元，為了反映線軌、鑄件等漲價效應，公司於2Q18對下游客戶漲價2%~10%，且過往產業拉貨旺季集中在2H，預估2H18營收將優於1H18，3Q18將推出新式五軸機，不論精度、效能皆較前一代大幅提升，將成為2019年公司成長動能。預估2018年營收22.4億元(YoY+14%)，稅後淨利1.78億元(YoY+32.8%)，稅後EPS 4.45元。

圖八、百德營收綜合比較圖



資料來源：百德、日盛投顧彙整

表三、2016年~2017年百德與同業獲利比較

	百德(4563)		亞崴(1530)		喬福(1540)		高鋒(4510)	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
營收(百萬)	1895	1961	3637	4232	525	578	2269	2784
毛利率	25%	23%	21%	20%	28%	28%	21%	18%
費用率	15%	15%	13%	13%	13%	13%	17%	15%
營益率	10%	8%	8%	7%	15%	15%	4%	3%
淨利率	6%	7%	4%	4%	8%	8%	3%	2%
稅後EPS	3.35	3.80	1.42	1.83	0.50	0.54	0.69	0.61
ROE	11%	13%	5%	6%	3%	3%	3%	3%

資料來源：百德、日盛投顧彙整

◆ **ROE大幅領先同業，產品精度媲美德日大廠，預期上櫃後評價享有同業PER之中上緣**

綜合加工機同業包括1530 TT 亞崴、1540 TT 喬福、4510 TT 高鋒等，以毛利率來看，2017年百德毛利率23%，優於亞崴20%、高鋒18%，略低於喬福28%（主攻少量客製化商品）；以淨利率來看，百德7%，優於亞崴的4%、高鋒的3%，略低於喬福的8%；以ROE來看，百德13%，遠優於亞崴6%、高鋒3%、喬福3%，顯示百德在每股獲利績效上大幅領先同業。

以未來四季EPS計算，目前PER 18.7倍，位於同業本益比13倍~23倍中緣，考量2017年百德ROE 13%，大幅優於同業3%~6%，公司核心技術堅實，產品精度、效能可媲美德日大廠，預期掛牌後百德可享有同業中上緣之本益比。

表四、同業評價

公司		2015	2016	2017	平均
亞崴(1530)	稅後EPS	0.98	1.42	1.83	1.41
	PER	32	20	17	23
喬福(1540)	稅後EPS	0.73	0.50	0.54	0.59
	PER	22	26	29	26
高鋒(4510)	稅後EPS	1.12	0.69	0.61	0.81
	PER	13	25	31	23

資料來源：百德、日盛投顧彙整

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