

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2034 TT 允強	持有 目標價 29.5	允強的投資評等由買進調降至持有，目標價為29.5元，潛在漲幅為10.69%，主要理由如下： (1) 受惠於報價上揚與台幣貶值，2Q18獲利表現佳，且配息1.8元，現金殖利率高； (2) 評價已合理。

研究員 林秋香
 mandylin@jsun.com

重點摘要

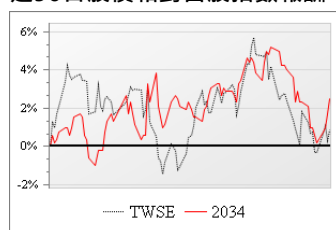
近期投資評等

07/13/2018	持有/中立
02/21/2018	買進

公司基本資料

收盤價(元)(07/12/2018)	26.65
股本(百萬元)	4,071
總市值(億元)	108.5
每股淨值(元)	19.11
外資持股比(%)	12.70
投信持股比(%)	0.28
近20日均量(張)	606
融資餘額(07/12/2018)	2,942

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **受惠於鎳價上漲與台幣貶值，2Q18 獲利佳：**允強 06/2018 營收為 18.13 億元，MoM-2.14%、YoY+4.58%，月營收衰退主要是因為不銹鋼管受端午節假期影響，出貨量減少所致。允強 2Q18 不銹鋼管與不銹鋼板出貨量分別為 25,500 噸與 40,500 噸，營收為 53.08 億元，QoQ+12.87%、YoY+4.39%，毛利率則可望受惠於 1) 鎳價持續上漲帶動產品價格上揚，2) 2Q18 台幣貶值逾 4%，而較 1Q18 大幅好轉；另外，1Q18 業外匯損亦可望全數回沖，預估公司 2Q18 稅後淨利為 3.24 億元，EPS 為 0.8 元。
- ◆ **斗六二新廠新產能將於 4Q18 開出：**斗六二廠占地共 20,500 坪，總投入資金約 24~25 億元，其中土地約 8 億元、廠房約 7 億~8 億元。斗六二廠全數生產不銹鋼管，共有兩期，合計不銹鋼管產能 5,000 噸/月，預估第一期將於 4Q18 投產，產能約 2,500 噸，第二期則預估於 2019 年底投產。因斗六二廠引進倉儲自動化設備，故人力成本較低，加上機台以 8 年折舊，土地廠房以 30 年折舊，故攤提後對成本影響度低。
- ◆ **現金殖利率高，評價為持有：**展望 2018 年，因允強的不銹鋼管不論技術或是品質皆享譽國際，客戶訂單無虞，預估後續不銹鋼管產能皆能維持滿載，並預估每月出貨量約為 9,000 噸；不銹鋼板部分，則預估未來每月出貨量約維持 13,000 噸。就貿易戰而言，雖然美國占允強出貨比重僅約 2%，所以 232 影響不大，然因後續各國互告，故客戶在拉貨上亦漸趨謹慎，預估在全球貿易戰尚未落幕前，整體需求較難以看到明顯回溫。預估公司 2018 年營收為 212.04 億元，YoY+10.8%，稅後淨利為 10.06 億元，YoY+23.23%，EPS 為 2.47 元。雖然允強目前評價已達 2018(F)PBR 1.25 倍，然考量公司 2017 年現金股息為 1.8 元，現金殖利率達 6.8%，故給予持有評等，目標價維持 2018(F)PBR 1.4 倍。

單位:百萬元	2017	2018F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	19,266	21,204	4,534	4,703	5,308	5,629	5,564	5,144
營業毛利	1,995	2,231	485	464	612	580	575	504
營業利益	1,092	1,256	239	258	385	338	275	280
稅後純益	816	1,006	167	191	324	271	220	224
稅後 EPS(元)	2.00	2.47	0.41	0.47	0.80	0.66	0.54	0.55
毛利率(%)	10.36	10.52	10.7	9.87	11.52	10.31	10.34	9.81
營業利益率(%)	5.67	5.92	5.27	5.49	7.25	6.01	4.94	5.44
稅後純益率(%)	4.24	4.74	3.68	4.07	6.1	4.81	3.95	4.35
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.31	10.06	-0.83	3.72	12.87	6.04	-1.15	-7.55
營業利益 YoY/QoQ(%)	12.87	15.08	-12.22	8.05	48.98	-12.16	-18.75	1.78
稅後純益 YoY/QoQ(%)	2.85	23.23	-25.82	14.87	69.21	-16.5	-18.75	1.78

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

- ◆ **允強為台灣最大不銹鋼板與不銹鋼管製造業者：**允強為台灣不銹鋼產業中游，主要產品為不銹鋼管與不銹鋼板，不銹鋼管已是全球的前三大廠商。同業為彰源(2030.TT)。允強目前不銹鋼管月產能約 9,000 噸，不銹鋼板月產能約 19,000 噸，上游供應商主要為燁聯，其占比約 5 成，另外 5 成則仰賴進口。銷貨部分，允強約有 87% 為外銷，其中約有 9 成以美元報價、1 成以歐元報價，故匯率波動對允強獲利影響大。

表一、允強產能概況

		月產能(噸)	廠區
管	工業用	5,000	埔心廠
	構造	4,000	溪州廠
	工業用	5,000	斗六二廠，分兩期，第一期於4Q18投產，第二期於2019年底投產
板	薄	15,000	斗六一廠
	厚	4,000	

資料來源：允強

- ◆ **受惠於鎳價上漲與台幣貶值，2Q18 獲利佳：**

允強 06/2018 營收為 18.13 億元，MoM-2.14%、YoY+4.58%，月營收衰退主要是因為不銹鋼管的加工程序較長，容易受到營業天數影響，6 月因端午節假期，故不銹鋼管出貨量減少所致；雖不銹鋼板則因加工程序較短，較不易受到營業天數影響，故出貨量維持成長，然公司整體出貨量仍較 05/2018 下降。

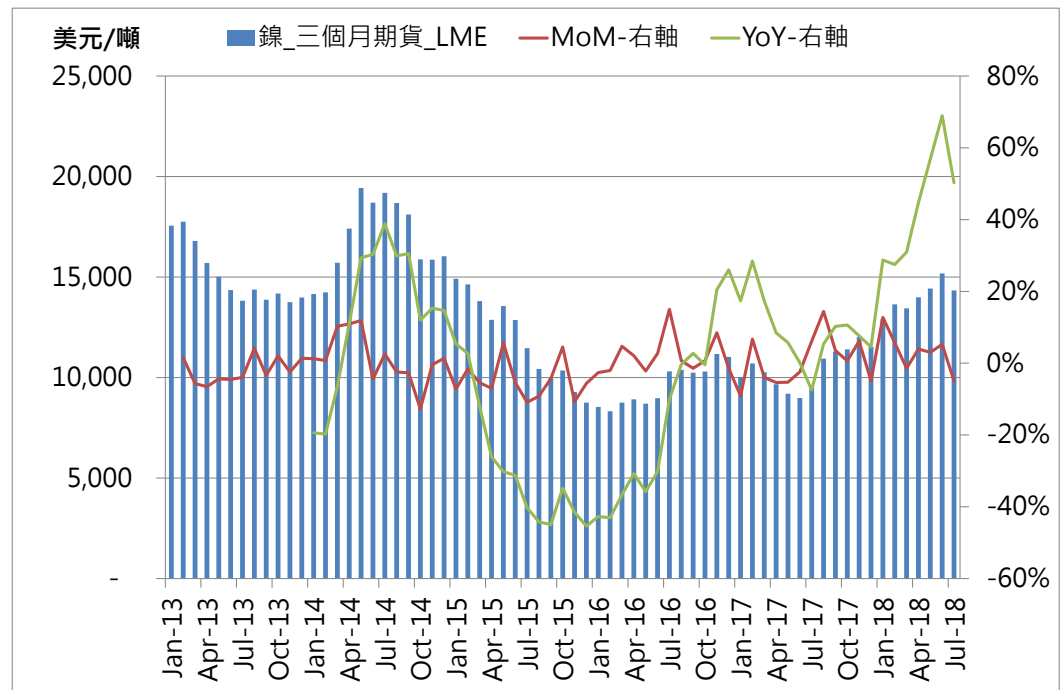
允強 2Q18 不銹鋼管與不銹鋼板出貨量分別為 25,500 噸與 40,500 噸，營收為 53.08 億元，QoQ+12.87%、YoY+4.39%，毛利率則可望受惠於 1)鎳價持續上漲帶動產品價格上揚，2)2Q18 台幣貶值逾 4%，而較 1Q18 大幅好轉；另外，1Q18 業外匯損 2,000 萬元亦可望全數回沖，預估公司 2Q18 稅後淨利為 3.24 億元，EPS 為 0.8 元。

表二、允強 2Q18 出貨量

	04/2018	05/2018	06/2018
不銹鋼管	8,500	9,100	7,900
不銹鋼板	12,300	13,600	14,600

資料來源：允強

圖一、國際鎳價走勢



資料來源：Cmoney

◆ 斗六二新廠新產能將於 4Q18 開出：

允強目前不銹鋼管月產能 9,000 噸，已是全球前三大業者，因不銹鋼管毛利較佳，且公司產能已滿載，故計劃興建斗六二廠。斗六二廠占地共 20,500 坪，總投入資金約 24~25 億元，其中土地約 8 億元、廠房約 7~8 億元。斗六二廠全數生產不銹鋼管，共有兩期，合計不銹鋼管產能 5,000 噸/月，預估第一期將於 4Q18 投產，產能約 2,500 噸，第二期則預估於 2019 年底投產。因斗六二廠引進倉儲自動化設備，故人力成本較低，加上機台以 8 年折舊，土地廠房以 30 年折舊，故攤提後對成本影響度低。

◆ 現金殖利率高，評價為持有：

允強訂單能見度約維持兩個月。展望 2018 年，因允強之不銹鋼管不論技術或是品質皆享譽國際，客戶單量無虞，預估後續不銹鋼管產能皆能維持滿載，並預估每月出貨量約為 9,000 噸；不銹鋼板部分，預估未來每月出貨貨量僅約維持 13,000 噸。就貿易戰而言，雖然美國占允強出貨比重僅約 2%，所以 232 影響不大，然因後續各國互告，故客戶在拉貨上亦漸趨謹慎，預估在全球貿易戰尚未落幕前，整體需求較難以看到明顯回溫。預估公司 2018 年營收為 212.04 億元，YoY+10.8%，稅後淨利為 10.06 億元，YoY+23.23%，EPS 為 2.47 元。

雖然允強目前評價已達 2018(F)PBR 1.25 倍，然考量公司 2017 年現金股息為 1.8 元，現金殖利率達 6.8%，故給予持有評等，目標價維持 2018(F)PBR 1.4 倍。

PB 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
20180713	持有	29.5
20180221	買進	30.0
20161122	中立	25.5

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年7月13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	17,625	19,266	21,204	5,074	5,085	4,572	4,534	4,703	5,308	5,629	5,564	5,144
營業毛利	1,802	1,995	2,231	572	455	483	485	464	612	580	575	504
營業費用	835	904	975	229	219	210	246	206	227	242	300	225
營業利益	967	1,092	1,256	344	236	272	239	258	385	338	275	280
營業外收支	-36	-108	-3	-79	6	-3	-33	-23	20	0	0	0
稅前純益	931	983	1,254	265	243	269	206	236	405	338	275	280
稅後純益	794	816	1,006	222	203	225	167	191	324	271	220	224
最新股本	4,071	4,071	4,071	4,071	4,071	4,071	4,071	4,071	4,071	4,071	4,071	4,071
稅後 EPS(元)	1.95	2.00	2.47	0.55	0.50	0.55	0.41	0.47	0.80	0.66	0.54	0.55
經營效率(%)												
毛利率	10.22	10.36	10.52	11.28	8.95	10.55	10.7	9.87	11.52	10.31	10.34	9.81
營業利益率	5.49	5.67	5.92	6.77	4.65	5.96	5.27	5.49	7.25	6.01	4.94	5.44
稅前純益率	5.28	5.1	5.91	5.22	4.77	5.89	4.55	5.01	7.63	6.01	4.94	5.44
稅後純益率	4.5	4.24	4.74	4.37	3.99	4.91	3.68	4.07	6.1	4.81	3.95	4.35
YoY(%)												
營收	-4.08	9.31	10.06	29.73	16.35	-1.03	-4	-7.32	4.39	23.11	22.71	9.38
營業利益	72.47	12.87	15.08	67.92	-2.75	4.21	-7.3	-24.82	62.84	24.12	14.89	8.22
稅前純益	48.58	5.58	27.49	60.83	-0.69	20.73	-31.01	-10.99	66.85	25.52	33.11	18.68
稅後純益	49.4	2.85	23.23	55.38	-1.13	19.01	-35.08	-13.71	59.65	20.4	31.87	16.85
QoQ(%)												
營收				7.43	0.21	-10.08	-0.83	3.72	12.87	6.04	-1.15	-7.55
營業利益				33.23	-31.22	15.24	-12.22	8.05	48.98	-12.16	-18.75	1.78
稅前純益				-11.51	-8.32	10.99	-23.38	14.16	71.86	-16.5	-18.75	1.78
稅後純益				-13.56	-8.54	10.72	-25.82	14.87	69.21	-16.5	-18.75	1.78

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	7,084	7,388	7,663
現金及約當現金	473	673	469
公允價值衡量金融資產	30	37	44
備供出售金融資產	26	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	4,029	3,982	4,406
非流動資產	4,455	4,637	4,887
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,553	3,316	3,484
無形資產	--	--	--
資產總計	11,539	12,025	12,550
流動負債	3,926	3,946	4,277
短期借款	2,696	2,775	2,963
非流動負債	134	520	494
負債總計	4,060	4,466	4,771
股本	4,071	4,071	4,071
普通股股本	4,071	4,071	4,071
資本公積	1,664	1,664	1,664
保留盈餘	1,744	1,824	2,015
庫藏股票	--	--	--
股東權益	7,479	7,559	7,779
每股淨值(元)	18.37	18.57	19.11
流動比率(%)	180.43	187.22	179.16
速動比率(%)	77.14	84.95	73.75
應收帳款週轉率(%)	7.93	7.5	1.78
負債比率(%)	35.18	37.14	38.02
稅後股東權益報酬率(%)	10.92	10.86	2.5

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	931	983	236
折舊及攤提費用	200	200	48
利息費用	22	37	10
股利收入	0	0	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	4	8	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	-337	-62	1
存貨增減	-237	42	-426
應付帳款增減	-2	172	14
營業活動現金流量	349	1,012	-219
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	-837	-317	-274
處分不動產、廠房及設備	14	38	0
投資活動現金流量	-1,017	-352	-272
短期借款增減	1,066	79	188
長期借款增減	-436	400	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-370	-733	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	459	-460	288
淨現金流量	-210	200	-204

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年7月13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