

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4527 TT 堃霖	持有 目標價 35.6	堃霖的首次投資評等為持有，目標價35.6元，潛在漲幅14.6%，主要理由如下： (1) 4Q18進入冷凍工程認列高峰，預估營收將創新高； (2) 公司獲利、配息穩定，適合長期投資。

研究員 徐培勳

jtr1117barry@jsun.com

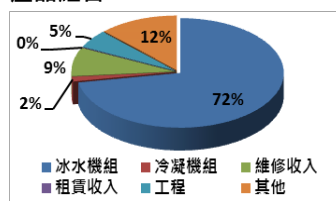
近期投資評等

日期	評等
10/24/2018	持有/中立

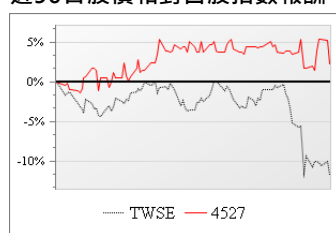
公司基本資料

收盤價(元)(10/23/2018)	31.05
股本(百萬元)	762
總市值(億元)	23.7
每股淨值(元)	16.47
外資持股比(%)	7.23
投信持股比(%)	0.00
近20日均量(張)	36
融資餘額(10/23/2018)	106

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	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	3,082	3,155	638	700	844	900	692	785
營業毛利	705	728	150	165	193	196	160	179
營業利益	253	276	48	56	80	69	58	73
稅後純益	200	209	38	49	61	52	44	55
稅後 EPS(元)	2.63	2.74	0.50	0.64	0.81	0.68	0.58	0.72
毛利率(%)	22.86	23.09	23.51	23.54	22.92	21.83	23.11	22.86
營業利益率(%)	8.22	8.74	7.55	7.98	9.53	7.64	8.33	9.33
稅後純益率(%)	6.5	6.63	5.98	7	7.27	5.75	6.36	6.98
營業收入 YoY/QoQ(%)	14.48	2.35	-21.28	9.77	20.51	6.66	-23.12	13.4
營業利益 YoY/QoQ(%)	3.41	8.9	-43.01	16	43.81	-14.39	-16.27	27.03
稅後純益 YoY/QoQ(%)	5.15	4.35	-42	28.42	25.18	-15.6	-14.98	24.51

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **台灣冰水機組第一品牌：**堃霖成立於1988年，為台灣最大冰水機組製造商(市佔率40%)，主要供應冷氣、冷凍設備予各電子、生技、生鮮等行業使用，目前在台灣、中國、越南設有工廠，便於就近服務客戶，除了自有技術優良，並重視售前售後服務，經過30年的耕耘，深得客戶肯定，為台灣各公司行號、政府機關指定用第一品牌。
- ◆ **2H18工程款進入認列高峰：**3Q18營收8.44億元(QoQ+20.5%、YoY+24.5%)，創歷史新高，因認列中國電子廠冰水機出貨和台灣食品廠冷凍工程款(截至3Q18已完工50%)，受工程款比重提高，預估毛利率22.9%(QoQ-0.62ppts)，稅後淨利0.61億元(QoQ+25.2%)，稅後EPS 0.81元。4Q18堃霖將認列剩餘50%冷凍工程款，預估貢獻營收1.9億元，加計目前在手6.2億元冰水主機+工程訂單，預估4Q18營收將創歷史新高，然工程毛利率較設備低，預期4Q18毛利率21.8%(QoQ-1.1ppts)。預估2018 EPS 2.63元(YoY+5.2%)。
- ◆ **新產品已順利打入台灣零售門市，潛在收益驚人：**展望2019年，主機方面，近期推出新一代小型冷凍機組，因效能、節電效果大幅提升，受到台灣零售業者青睞，目前已送樣客戶認證，並獲得部分訂單，未來只要有換機需求會優先採用堃霖的新機型，以該客戶門市量和產品出貨單價計算，預估潛在收益達7億元。近年來公司積極切入中國市場，除了台廠電子業冷氣設備外，也朝當地農業、化工少量多樣的利基市場發展，預估2019年整體機台收入可維持低個位數成長。工程方面，公司以冷凍設備的一條龍安裝工程為主，其中儲冰工程主要是利用夜間之低成本電費結冰，白天溶解成冰水以達到降溫的效果，除了上述食品廠冷凍工程案外，在手學校、電子設備廠的8,000萬儲冰工程訂單，將於2019年完工認列。
- ◆ **獲利、配息穩定，值得長期投資：**預估2019年營收31.55億元(YoY+2.4%)，稅後淨利2.1億元(YoY+4.4%)，稅後EPS 2.74元，冰水主機為成熟市場，堃霖在客戶經營和技術皆為台灣領導廠商，且近5年獲利穩定，配息率皆超過70%，殖利率超過5%，適合長投定存之標的，首次投資評等為持有，目標價35.6元(2019年EPS\*PER 10倍)。

◆ **30 年磨一劍，台灣冰水機組第一品牌-堃霖**

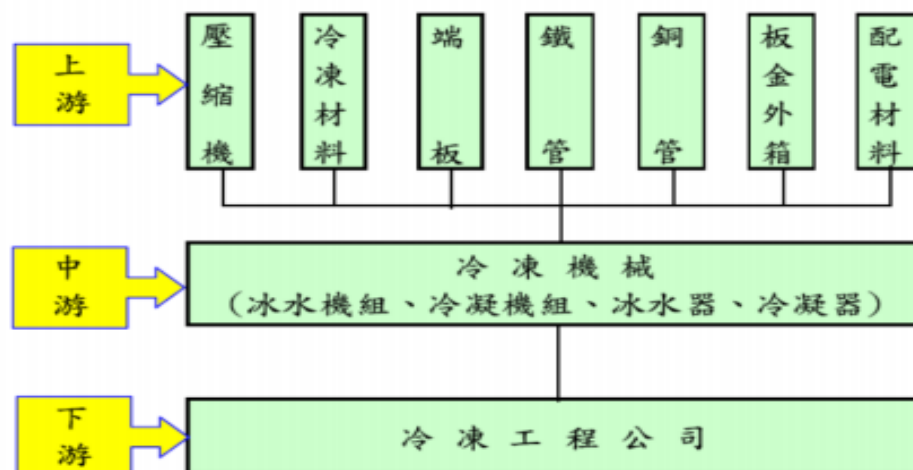
堃霖成立於 1988 年，為台灣最大冰水機組製造商，主要供應各電子、晶圓面板、賣場、辦公大樓、醫院、漁業等產業應用，2000 年後相繼設立上海廠、蘇州廠、越南隆安廠、印尼子公司等據點，1H18 銷售地區：台灣 62%、大陸 35%、越南 3%。冰水機組係由馬達、壓縮機、熱交換器與冷媒膨脹裝置等組合而成，為支援中央空調系統之關鍵性產品，占整體中央空調用電量的 60%，故其品質影響整體空調運轉效率。公司於 1991 年開始與國內外大廠簽訂長期 OEM 合作協議，製造技術與日俱進，並受美國壓縮機大廠看中，給予台灣獨家代理權，目前在手三大暢銷產品之一，磁浮直流變頻冰水機，單一壓縮機噸數從 90 噸至 200 噸，最大整機可以裝 3 台共 600 噸，適用於醫院和各商辦大樓，1H18 銷售金額 1 億元已接近 2017 年全年 1.1 億元，預期未來將持續受高端市場青睞。

圖一、堃霖 4 大廠區+1 海外子公司分布圖



資料來源：堃霖、日盛投顧彙整

圖二、冷凍設備主要材料



資料來源：堃霖、日盛投顧彙整

◆ 精密工業之母-冷凍空調工業

冷凍空調工業，又稱「精密工業之母」主要應用在，高科技的半導體廠、生化科技等領域中，其對空調的溫濕度及清淨度要求甚高，以壓縮機的形式可區分為離心式、螺旋式、往復式及渦卷式；若以冷凝器區分，有水冷式、氣冷式及蒸發冷卻式；另以蒸發器區分，則有乾膨式及滿液式。目前應用最廣泛的水冷式冷凍空調，因以水作為導冷媒介，冷凍速度快且有效，為目前市場上的主流。

冷凍空調為一成熟市場，競爭者多，且跟該國 GDP 息息相關，以堃霖的主力產品「中央系統冰水機組」來看，目前國內廠商包含：東元、大同、中興電工、鑫國、力菱、揚帆、國祥；外商包括：日立、詮宏、大金、台灣開利等。在中國經濟快速發展下，為目前各廠兵家必爭之地，除上述台商及國際大廠外；中國本土尚有海爾、美的、格力等當地製造商，其競爭狀況更加激烈，每每一個標案至少吸引 20 家廠商競標，然在中國每年經濟成長率維持 6% 下，需求依然領先東南亞和台灣，為未來公司成長來源；越南目前進入業者不多，需求停留在農漁生鮮為主，堃霖於 2005 年設立越南隆安廠，除了可節省東南亞銷售他國之關稅外，領先同業進駐東南亞市場，也已逐漸看見成效，目前印尼拿下 2 個冷凍工程案，將於 2019 年逐步認列完畢。

冷凍設備平均佔整體大樓用電的 48%，在政府極力推行節能減碳的風氣下，節電是每個廠商必須面對的課題，為了節省用電，目前堃霖三大產品，凍結式儲冰槽、滿液式冰水機、直流變頻離心式冰水機，提供客戶最好的選擇。首先，凍結式儲冰槽，利用夜間之低成本電費結冰，白天溶解成冰水以達到降溫的效果；高效率機型，滿液式冰水機，以自有冷熱交換器和配電技術，目前為堃霖銷售主力產品；直流變頻離心式冰水機，利用美國獨家代理進口之高效能壓縮機，為堃霖高價產品，低噪音低震動，適合各大醫院、各大辦公大樓使用。

圖三、堃霖三大主力產品

**主要產品** **節能 高效 環保**

- 凍結式儲冰槽**  
能源與運轉電費的節省  
極佳的滿載及部份負載運轉效率，提供主機在部分運轉時，具高效率 IPLV 值及最低之生命週期運轉費用
- 滿液式冰水機**  
低噪音及震動  
運轉時低噪音及震動，空調機房無需特別的噪音防制及防震裝置
- 直流變頻離心式冰水機**  
環保冷媒  
使用不具臭氧層破壞率的環保冷媒 R-134a，友善地球，愛護環境

資料來源：堃霖、日盛投顧彙整

表一、台電電價表

單位：元

分 類				夏月 (6月1日至 9月30日)	非夏月 (夏月以 外時間)		
基 本 電 費	按戶計收		單 相	129.10			
			三 相	262.50			
	經 常 契 約		每 戶 每 月	236.20	173.20		
	非 夏 月 契 約			—	173.20		
	週 六 半 尖 峰 契 約			47.20	34.60		
離 峰 契 約		47.20		34.60			
流 動 電 費	週 一 至 週 五	尖 峰 時 間	07:30~22:30	每 度	3.42	3.33	
		離 峰 時 間	00:00~07:30 22:30~24:00		1.46	1.39	
	週 六	半 尖 峰 時 間	07:30~22:30		2.14	2.06	
		離 峰 時 間	00:00~07:30 22:30~24:00		1.46	1.39	
	週 日 及 離 峰 日		離 峰 時 間		全 日	1.46	1.39

資料來源：台電、日盛投顧彙整

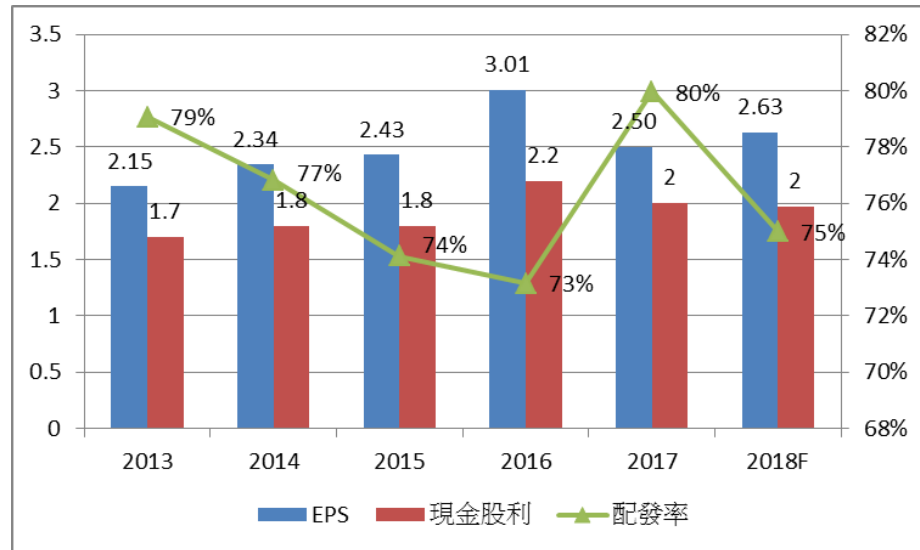
◆ **新產品已順利打入台灣零售門市，潛在收益驚人**

堃霖主要營收來源為冰水主機銷售和冷凍工程，目前公司在手冰水主機+工程訂單6.2億元，主機方面，近期推出新一代小型冷凍機組，因效能、節電效果大幅提升，受到台灣零售業者青睞，目前已送樣客戶認證，並獲得部分訂單，未來只要有換機需求會優先採用公司的新機型，以該客戶門市量和產品出貨單價計算，預估潛在收益達7億元。近年來公司積極切入中國市場，除了台廠電子業冷氣設備外，也朝當地農業、化工等少量多樣的利基市場發展，預估2019年整體機台收入可維持低個位數成長，因中國生產之產品需取得認證和建立自有實驗室，目前堃霖中國廠實驗室皆已滿載，未來會持續擴張大陸廠產能並擴張實驗室規模，中國挾帶著14億人口，和每年穩定6%經濟成長率，未來依然是堃霖營收主要成長區域。工程方面，公司以冷凍設備的一條龍安裝工程為主，除了上述食品廠冷凍工程案外，在手印尼2個冷凍工程案，和台灣學校、電子設備廠的8,000萬儲冰工程訂單，將於2019年完工認列。

◆ **獲利、配息穩定，值得長期投資**

預估2019年營收31.55億元(YoY+2.4%)，稅後淨利2.1億元(YoY+4.4%)，稅後EPS 2.74元，冰水主機為成熟市場，堃霖在客戶經營和技術皆為台灣領導廠商，且近5年獲利穩定，配息率皆超過70%，殖利率超過5%，適合長投定存之標的，首次投資評等為持有，目標價35.6元(2019年EPS\*PER 10倍)。

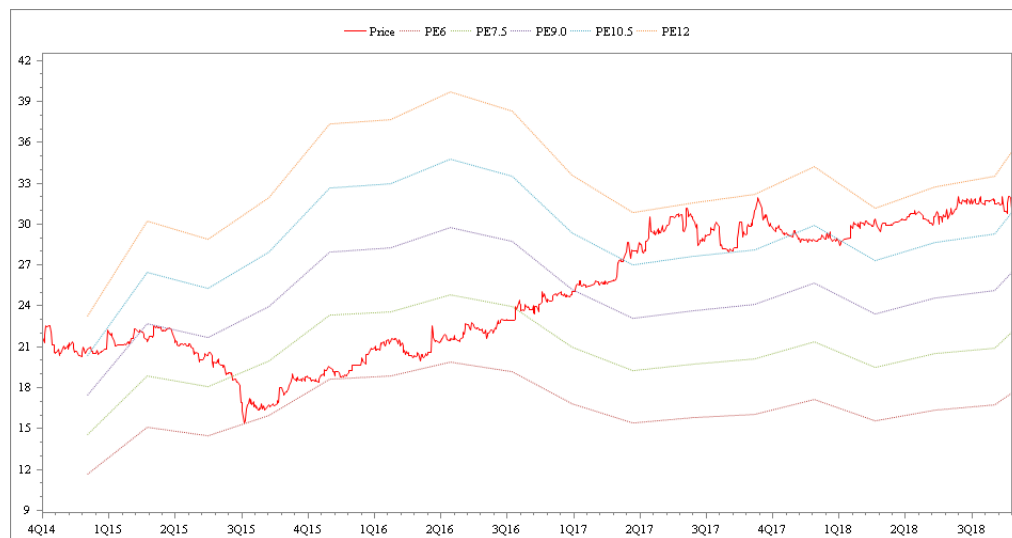
圖四、近五年獲利及配息穩定



資料來源：堃霖、日盛投顧彙整



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
20181024	持有	35.6
20140505	中立	36.0
20140306	買進	36.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年10月24日

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	2,692	3,082	3,155	684	678	810	638	700	844	900	692	785
營業毛利	671	705	728	165	162	214	150	165	193	196	160	179
營業費用	426	451	452	101	102	129	102	109	113	128	102	106
營業利益	245	253	276	63	59	85	48	56	80	69	58	73
營業外收支	8	9	3	3	-1	7	-2	8	2	1	1	1
稅前純益	253	262	279	67	58	92	46	64	82	69	58	75
稅後純益	190	200	209	45	48	66	38	49	61	52	44	55
最新股本	762	762	762	762	762	762	762	762	762	762	762	762
稅後 EPS (元)	2.50	2.63	2.74	0.59	0.62	0.86	0.50	0.64	0.81	0.68	0.58	0.72
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	24.92	22.86	23.09	24.09	23.88	26.38	23.51	23.54	22.92	21.83	23.11	22.86
營業利益率	9.1	8.22	8.74	9.28	8.77	10.43	7.55	7.98	9.53	7.64	8.33	9.33
稅前純益率	9.4	8.49	8.84	9.77	8.56	11.34	7.24	9.16	9.73	7.7	8.43	9.5
稅後純益率	7.07	6.5	6.63	6.58	7.01	8.12	5.98	7	7.27	5.75	6.36	6.98
<b>YoY(%)</b>												
營收	4.47	14.48	2.35	9.58	-7.86	3.83	22.56	2.43	24.5	11.07	8.49	12.07
營業利益	-12.97	3.41	8.9	-3.21	-38.19	-15.3	28.6	-11.92	35.2	-18.6	19.58	30.95
稅前純益	-14.3	3.44	6.52	-3.37	-39.41	-15.5	26.82	-3.89	41.5	-24.55	26.25	16.18
稅後純益	-16.83	5.15	4.35	-14.48	-35.43	-19.21	18.61	8.95	29.11	-21.31	15.35	11.84
<b>QoQ(%)</b>												
營收				31.34	-0.85	19.56	-21.28	9.77	20.51	6.66	-23.12	13.4
營業利益				69.37	-6.32	42.2	-43.01	16	43.81	-14.39	-16.27	27.03
稅前純益				83.3	-13.08	58.28	-49.71	38.91	27.97	-15.6	-15.85	27.83
稅後純益				39.8	5.63	38.48	-42	28.42	25.18	-15.6	-14.98	24.51

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	2Q18
流動資產	1,801	1,757	1,909
現金及約當現金	403	361	387
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	442	456	583
非流動資產	601	631	622
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	497	509	509
無形資產	1	1	2
<b>資產總計</b>	<b>2,402</b>	<b>2,388</b>	<b>2,530</b>
流動負債	833	817	1,016
短期借款	107	116	85
非流動負債	148	153	160
<b>負債總計</b>	<b>981</b>	<b>970</b>	<b>1,176</b>
股本	762	762	762
普通股股本	762	762	762
資本公積	129	129	129
保留盈餘	448	461	429
庫藏股票	--	--	--
<b>股東權益</b>	<b>1,421</b>	<b>1,418</b>	<b>1,355</b>
每股淨值(元)	17.31	17.27	16.48
流動比率(%)	216.23	215.15	187.84
速動比率(%)	163.21	159.26	130.51
應收帳款週轉率(%)	3.16	3.14	0.89
負債比率(%)	40.85	40.61	46.47
稅後股東權益報酬率(%)	17.66	14.46	3.75

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	295	253	110
折舊及攤提費用	53	53	26
利息費用	3	3	2
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	0	0	0
處分不動產、廠房及設備	0	0	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	-105	23	-38
存貨增減	-66	-19	-124
應付帳款增減	58	-6	87
<b>營業活動現金流量</b>	<b>300</b>	<b>230</b>	<b>76</b>
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	-27	-63	-21
處分不動產、廠房及設備	0	1	0
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-22</b>	<b>-67</b>	<b>-6</b>
短期借款增減	21	12	-32
長期借款增減	-33	-29	-10
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-137	-168	--
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-150</b>	<b>-187</b>	<b>-42</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>101</b>	<b>-42</b>	<b>27</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 10 月 24 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