

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1558 TT 伸興	持有 目標價 153	伸興的首次投資評等為持有，目標價153元，潛在漲幅7.4%，主要理由如下： (1) 全球龍頭地位短期難以撼動，2018~2019年營業利益持續成長； (2) 配息穩定，為適合長期投資標的，目前評價合理。

研究員 徐培勳

jtr1117barry@jsun.com

近期投資評等

日期	評等
10/31/2018	持有/中立

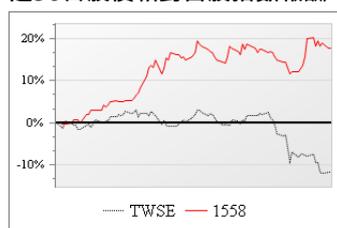
公司基本資料

收盤價(元)(10/30/2018)	142.50
股本(百萬元)	606
總市值(億元)	86.4
每股淨值(元)	70.6
外資持股比(%)	17.13
投信持股比(%)	0.15
近20日均量(張)	163
融資餘額(10/30/2018)	418

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	6,567	6,725	1,048	1,852	2,346	1,321	1,101	1,907
營業毛利	1,632	1,712	222	466	612	332	273	490
營業利益	1,013	1,105	72	318	455	168	127	344
稅後純益	864	846	-55	422	361	135	105	241
稅後 EPS(元)	14.27	13.97	-0.91	6.97	5.97	2.23	1.73	3.98
毛利率(%)	24.86	25.46	21.14	25.19	26.08	25.17	24.79	25.7
營業利益率(%)	15.42	16.43	6.82	17.18	19.4	12.73	11.54	18.06
稅後純益率(%)	13.16	12.58	-5.24	22.79	15.41	10.24	9.52	12.63
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.55	2.4	-32.54	76.67	26.71	-43.71	-16.67	73.31
營業利益 YoY/QoQ(%)	14.28	9.06	-67.84	344.89	43.04	-63.05	-24.45	171.15
稅後純益 YoY/QoQ(%)	64.4	-2.1	--	--	-14.36	-62.6	-22.49	129.88

資料來源:CMoney · JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

重點摘要

- ◆ **2018年各地區需求復甦，預估出貨台數YoY+7.5%**：3Q18營收23.46億元(QoQ+26.7%)，因縫紉機出貨旺季到來，出貨台數115萬(QoQ+12.7%)，毛利率因稼動率提升和車殼原料ABS報價下跌，預估毛利率26.1%(QoQ+0.9ppts)，營業利益4.5億元(QoQ+43%)，2Q18美元兌台幣升值，貢獻匯兌收益1.63億元，影響EPS 2.15元，獲利基期偏高，預估3Q18稅後淨利3.61億元(QoQ-14.4%)，稅後EPS 5.97元。4Q18進入產業淡季，10/2018接單量為21萬台，公司預期4Q18出貨台數約61萬台(QoQ-47%)，預估營收13.21億元(QoQ-43.7%)，因稼動率下降，毛利率25.2%(QoQ-0.9ppts)，稅後淨利1.35億元(QoQ-63%)，稅後EPS 2.23元。2018年全球縫紉機市場持續成長，預估2018年營業利益10.13億元(YoY+14.3%)，2017年美元兌台幣貶值，匯損影響EPS 2.2元，預估2018年EPS 14.3元(YoY+64%)。
- ◆ **公司競爭優勢完整，越南廠可避免歐美關稅問題**：伸興目前市佔率30%為全球最大ODM廠，全球前三大製造商佔整體家用縫紉機70%產量，形成一寡佔集團，且歷經50年研發，從車殼壓住到塑膠射出均為自製，成本控管優於日本同業(多為委外)，公司產品線非常完整，從一台3,000元的機械式縫紉機，到一台超過20萬的電腦縫紉機都有，並研發工業型的拷克機(一次可縫4條線)、刺繡機等高階產品，持續提高高階產品銷售比重。產能方面，2011年中國銷歐洲縫紉機須被課10%關稅，歐洲佔伸興營收48%，公司開始將產線移往越南，此波中美貿易戰，公司銷美關稅影響台數從20萬台下降到1萬台(影響0.3%)，目前越南佔產能81%、中國從2011年60%減少到18%，台灣1%，因台中舊廠部分廠房老舊和辦公場地不足等問題，公司已著手設計新營運總部，預計4Q19正式啟用，未來將持續提高零件自製率和高階產品研發，以持續保有產業領導地位。
- ◆ **配息穩定，目前評價合理**：預估2019年營收67.25億元(YoY+2.4%)，營業利益11.05億元(YoY+9.1%)，因2018年匯兌利益貢獻，獲利基期較高，預估2019年稅後淨利8.46億元(YoY-2.1%)，稅後EPS 13.97元。伸興近五年配息率皆超過65%，以2018年EPS 14.27計算，目前殖利率6.5%，股價具下檔保護，目前PER 10.2倍，位於歷史PER 7~15倍中緣，評價合理，給予持有評等，目標價153元(2019年EPS*PER 11倍)

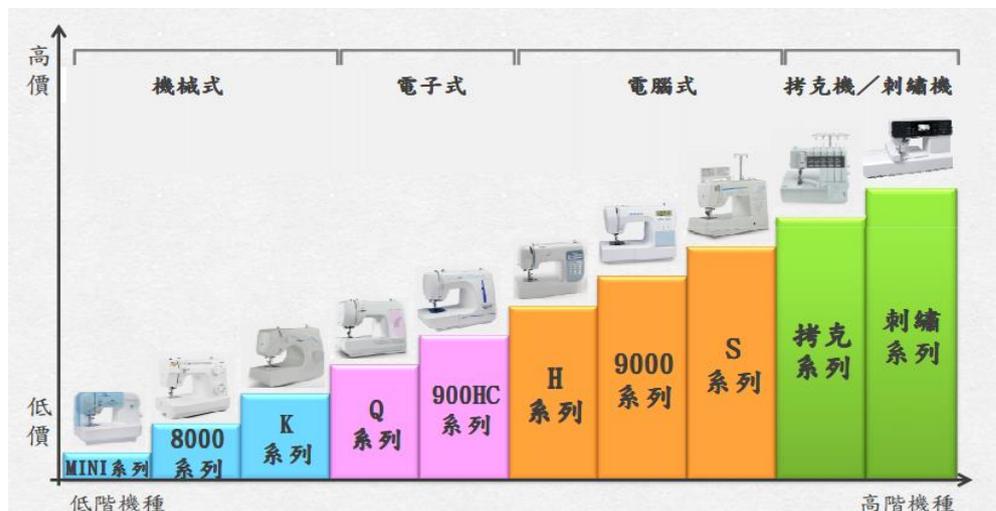
◆ 伸耕五十，興迎百年，全球家用縫紉機ODM霸主-伸興

伸興成立於05/1968，總部位於台中太平區，前身為「新興工業公司」，於01/1975改為伸興工業，主要從事生產家用縫紉機、家用吸塵器及相關零件等製造銷售。2017年公司營收比重·家用縫紉機91.3%·吸塵器2.7%·其他6%·其中最大為S客戶佔60%·因S客戶目前只有中國、巴西兩廠，剩餘80%產能皆委託伸興生產，歷經50年研發，從車殼壓住到塑膠射出均為自製，成本控管優於日本同業(多為委外)，且公司產品線非常完整，從一台3,000元的機械式縫紉機，到一台超過20萬的電腦縫紉機都有，並研發工業型的拷克機(一次可縫4條線)、刺繡機等高階產品，使雙方擁有長期合作夥伴關係，後進者受成本、良率、技術等問題難以侵蝕既定市場份額。產能方面，2011年中國銷歐洲縫紉機須被課10%關稅，歐洲佔伸興營收48%，公司開始將產線移往越南，此波中美貿易戰，公司銷美關稅影響台數從20萬台下降到1萬台(影響0.3%)，目前越南佔產能81%、中國從2011年60%減少到18%，台灣1%，因台中舊廠部分廠房老舊和辦公場地不足等問題，公司已著手設計新營運總部，預計4Q19正式啟用，未來將持續提高零件自製率和高階產品研發，以持續保有產業領導地位。

◆ 家用縫紉機市場穩定，亞洲為下一個兵家必爭之地

全球家用縫紉機年產量為1,000萬台，伸興目前市佔率30%為全球最大ODM廠，前三大製造商佔整體家用縫紉機70%產量，形成一寡佔集團，全球前三大品牌：美國勝家Singer成立168年(市佔率30%)、日本兄弟Brother成立110年(市佔率20%)、日本車樂美Janome快100年(市佔率19%)。全球最大家用縫紉機市場在歐洲，年需求量約300~400萬台、美國200~300萬台，其次日本、中南美、俄羅斯各100萬台，伸興認為，歐美市場已進入成熟期，未來成長市場為中國、印度等亞洲地區，因為銷售基期低，且隨著中亞洲人均所得提升，文創產業興起，工手提袋、床罩、窗簾、桌巾等需求提升，為未來全球兵家必爭之地。

圖一、產品總類豐富，滿足客戶一站式購足之需求



資料來源：伸興、日盛投顧彙整

圖二、伸興各廠區分布狀況

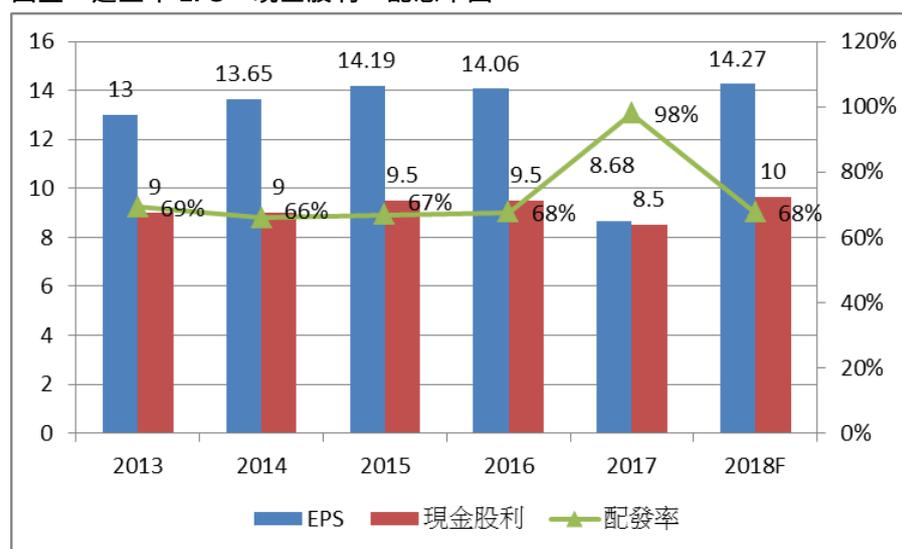


資料來源：伸興、日盛投顧彙整

◆ 公司配息穩定，為長期投資之好標的

預估2019年營收67.25億元(YoY+2.4%)，營業利益11.05億元(YoY+9.1%)，因2018年匯兌利益貢獻，獲利基期較高，預估2019年稅後淨利8.46億元(YoY-2.1%)，稅後EPS 13.97元。伸興近五年配息率皆超過65%，以2018年EPS 14.27計算，目前殖利率6.5%，股價具下檔保護，目前PER 10.2倍，位於歷史PER 7~15倍中緣，評價合理，給予持有評等，目標價153元(2019年EPS*PER 11倍)

圖三、近五年 EPS、現金股利、配息率圖



資料來源：伸興、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
20181031	持有	153.0
20170223	買進	182.0
20161108	持有	168.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

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	5,994	6,567	6,725	1,688	1,779	1,554	1,048	1,852	2,346	1,321	1,101	1,907
營業毛利	1,515	1,632	1,712	442	472	365	222	466	612	332	273	490
營業費用	628	619	608	146	171	143	150	148	157	164	146	146
營業利益	886	1,013	1,105	296	301	222	72	318	455	168	127	344
營業外收支	-175	141	33	28	-6	-45	-89	213	6	11	8	7
稅前純益	712	1,154	1,137	324	295	177	-17	531	461	179	135	351
稅後純益	525	864	846	249	229	130	-55	422	361	135	105	241
最新股本	606	606	606	606	606	606	606	606	606	606	606	606
稅後 EPS (元)	8.68	14.27	13.97	4.11	3.79	2.15	-0.91	6.97	5.97	2.23	1.73	3.98
經營效率(%)												
毛利率	25.27	24.86	25.46	26.21	26.55	23.51	21.14	25.19	26.08	25.17	24.79	25.7
營業利益率	14.79	15.42	16.43	17.54	16.94	14.31	6.82	17.18	19.4	12.73	11.54	18.06
稅前純益率	11.87	17.58	16.91	19.21	16.6	11.39	-1.65	28.69	19.65	13.57	12.3	18.41
稅後純益率	8.77	13.16	12.58	14.73	12.9	8.37	-5.24	22.79	15.41	10.24	9.52	12.63
YoY(%)												
營收	-0.75	9.55	2.4	5.67	-3.73	13.53	7.66	9.71	31.88	-15	5	3
營業利益	-16.24	14.28	9.06	-3.85	-21.92	15.25	7.4	7.48	50.99	-24.38	77.65	8.27
稅前純益	-35.78	62.21	-1.47	-9.73	-10.33	-40.18	--	63.87	56.14	1.23	--	-33.9
稅後純益	-38.28	64.4	-2.1	-3.21	-10.96	-47.61	--	69.76	57.51	3.92	--	-42.93
QoQ(%)												
營收				73.37	5.41	-12.67	-32.54	76.67	26.71	-43.71	-16.67	73.31
營業利益				344.57	1.82	-26.22	-67.84	344.89	43.04	-63.05	-24.45	171.15
稅前純益				--	-8.91	-40.07	--	--	-13.21	-61.14	-24.45	159.44
稅後純益				--	-7.7	-43.32	--	--	-14.36	-62.6	-22.49	129.88

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	4,428	4,981	5,223
現金及約當現金	2,373	3,096	2,632
公允價值衡量金融資產	22	0	10
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	461	390	778
非流動資產	1,816	1,758	1,869
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,381	1,280	1,369
無形資產	41	45	39
資產總計	6,244	6,739	7,091
流動負債	1,448	1,970	2,382
短期借款	311	673	337
非流動負債	211	344	399
負債總計	1,659	2,314	2,781
股本	606	606	606
普通股股本	606	606	606
資本公積	1,387	1,387	1,387
保留盈餘	2,607	2,573	2,426
庫藏股票	-2	-2	-2
股東權益	4,585	4,426	4,310
每股淨值(元)	75.21	72.47	70.67
流動比率(%)	305.75	252.9	219.25
速動比率(%)	272.26	231.65	185.56
應收帳款週轉率(%)	4.45	4.26	1.39
負債比率(%)	26.57	34.33	39.22
稅後股東權益報酬率(%)	19.14	11.76	9.82

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	1,108	712	514
折舊及攤提費用	240	236	121
利息費用	5	8	5
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	18	7	3
處分不動產、廠房及設備	7	35	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	-151	104	-295
存貨增減	13	77	-385
應付帳款增減	0	30	253
營業活動現金流量	904	960	14
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	-63	-19	--
取得不動產、廠房及設備	-169	-204	-166
處分不動產、廠房及設備	15	10	4
投資活動現金流量	-273	-260	-156
短期借款增減	81	364	-333
長期借款增減	0	160	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-575	-575	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-426	85	-330
淨現金流量	145	723	-464

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 10 月 31 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