

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4538 TT 大詠城	未評等 目標價	大詠城首次投資評等為未評等，未來營運展望如下： 大詠城為專業工具機鑄鐵件生產廠商，具有高度研發能力，可配合客戶開發冶金材料與模具設計，除打入日本市場外，近期更是獲得美系手機品牌訂單及德國大廠送樣機會，顯見其堅實的研發能力。展望未來，雖中美貿易戰帶來不確定性，但日本客戶對2019年高階工具機看法正向，加上新客戶可望逐漸放量，將成為今明兩年營運成長動能。

研究員 詹其璋
 LouisChan@jsun.com

重點摘要

近期投資評等

日期	評等
01/15/2019	未評等
-	-
-	-

公司基本資料

興櫃收盤價(元)(2019/1/14)	20.2
股本(百萬元)	476.0
總市值(億元)	9.62
每股淨值(元)	13.21

- ◆ **公司簡介：**大詠城成立於 1980 年，為專業鑄鐵件生產廠商，產品以大型鑄件為主，主要應用於工具機底座、立柱及機身類的鑄件，終端領域應用汽車、建築五金、機械等領域。目前擁有 1.2 萬坪的廠房，並通過米漢納認證以及配置 7 位開發人員，擁有自行研發及製造模具的能力，可滿足各式大小及客製化工具機鑄件的生產，最大單重可達 40 噸、最長長度可達 14 米。
- ◆ **主打高端市場，近年營運逐年成長：**2017~2018 年營收分別為 6.02 億元/6.90 億元，YoY+38.4%/+14.5%，營收逐年成長主要係因打入日本市場以及台灣工具機客戶外銷成長所致。因近年切入日本市場，外銷比重逐漸升高，2018 年內外銷比重約 68%及 32%。主要客戶多為國內外知名廠商，近期更是憑藉著高度的研發實力，切入美系手機品牌以及送樣德國大廠，可望成為未來成長動能。
- ◆ **新客戶貢獻值得期待：**因應製造業回流美國的趨勢，大詠城供應美系手機品牌客戶生產設備的鑄件，該零件供應商目前只有大詠城一家且已通過認證，現已小量出貨，營收貢獻尚低，但單價高、毛利好，預計 2H19 量產。目前該客戶與大詠城尚在開發其他部件，未來營收、獲利貢獻值得期待。另外，因德國大廠新廠落成而給予大詠城機會，目前已送樣至德國，如獲取實質訂單，將是公司另一成長動能。
- ◆ **長期展望正向，且具殖利率投資誘因：**受中美貿易戰影響，整體工具機產業短期出現雜音，但因大詠城切入新客戶，且日本客戶對 2019 年展望仍相對樂觀，預期 2019 年營收可望持續成長，外銷比重持續提升。長期來看，製造業回流已開發國家的趨勢明確，以及工業自動化的發展趨勢不變，對高端工具機需求仍殷切，可望成為公司未來成長動力。另外，公司皆以配發現金股利為主，近三年平均配息率達 86.3%，預期未來仍將維持高配息率，目前現金殖利率可望達 5%以上，亦有殖利率投資誘因。

單位:百萬元	2017	2018F	2019F	2H17	1H18	2H18F	1H19F	2H19F
營業收入淨額	602.16	689.55	775.74	325.77	329.81	359.74	367.08	408.66
營業毛利	127.80	148.80	175.45	65.62	65.81	82.99	79.95	95.50
營業利益	79.91	96.20	119.20	39.24	41.30	54.90	53.78	65.43
稅後純益	58.98	73.22	88.75	29.96	31.46	41.77	39.56	49.20
稅後 EPS(元)	1.24	1.54	1.86	0.63	0.66	0.88	0.83	1.03
毛利率(%)	21.22	21.58	22.62	20.14	19.95	23.07	21.78	23.37
營業利益率(%)	13.27	13.95	15.37	12.05	12.52	15.26	14.65	16.01
稅後純益率(%)	9.79	10.62	11.44	9.20	9.54	11.61	10.78	12.04
營業收入 YoY/HoH(%)	38.43	14.51	12.50	17.87	1.24	9.08	2.04	11.33
營業利益 YoY/HoH(%)	43.67	20.38	23.91	-3.50	5.25	32.91	-2.04	21.66
稅後純益 YoY/HoH(%)	47.56	24.15	21.21	3.26	4.98	32.79	-5.30	24.38

資料來源: CMoney · JS 預估 註: 以最新股本回溯 EPS

◆ 公司簡介：

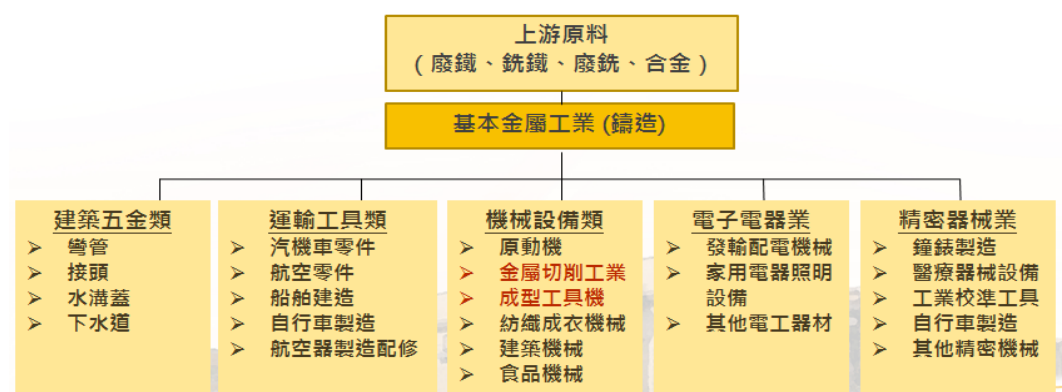
大詠城成立於1980年，為專業鑄鐵件生產廠商，擁有自行研發及製造模具的能力，並與中科院及客戶共同開發產品所需鑄件。主要供汽車零件、建築五金零件、機械及手工工具零件、風力發電機鑄件、水管瓦斯管活塞環、機電零件及傳動系統零件使用。目前擁有佔地12,000坪的鹿港彰濱廠，從建廠規劃開始，即以大型鑄件為主要生產產品，且擁有超大型鑄件的生產能力，因此不論是生產動線、設備選擇、全廠軌道吊車的運作，都能滿足各式大小、客製化工具機鑄件的生產，最大單重可達40噸、最長長度可達14米。

◆ 台灣鑄造業現況：

鑄造工業是機械工業之母，應用範圍涵蓋運輸工具、機械、電機、農機、建築、五金產業，其中又以工具機對鑄件的需求最大(圖一)，由於中國製造興起，加以全球化競爭及對環保議題的要求等，台灣鑄造業經歷數十年發展後，如今已到升級轉型階段。近期因中美貿易戰，許多廠商有從中國大陸轉移的趨勢，給台灣鑄造業帶來商機。

國內鑄造廠多以中小型企業為主，僱用員工人數以50人~100人居多，但由於環保標準日趨嚴格及下游產業外移等因素影響，體質不良或小規模之鑄造廠商數持續縮減。故不少業者開始投資導入新科技材料，並透過製程自動化、引進通風集塵及噪音控制等全新設備，藉此改善作業環境，吸引年輕人加入鑄造產業。同時，也有部份業者導入3D列印技術，縮短產品開發時程、爭取高階訂單。

圖一、工具機上下游關係



資料來源：大詠城

◆ 競爭利基：

2009年大詠城加入米漢納鑄鐵品質體系，可見該公司鑄件品質技術水準已達國際一流水準，且為切入高端客戶，公司近年來逐漸增加研發人員配置，從2016年的5位增加至1H18的7位，相較其他工具機鑄件同業多僅配置0~2人，足見大詠城堅實研發能力及朝產品差異化、高端化之用心。

公司將研發實力分成五個面向：

(1)精密冶金技術、(2)鑄造材料、(3)模具開發、(4)模流系統分析、(5)逆向工程量測。冶金技術的研究可配合客戶開發新材料，其中可切入美系客戶即是冶金開發能力所貢獻；公司多數模具為委外生產，但培養模具工程師可配合客戶開發客製化模具以及鑄造方案，加快鑄件開發流程，而自行生產模具相對可提高客戶產品的保密性；模流系統分析及逆向工程量測可有效提升生產效率及產品良率。

◆ **2018年前三季獲利已逼近2017全年：**

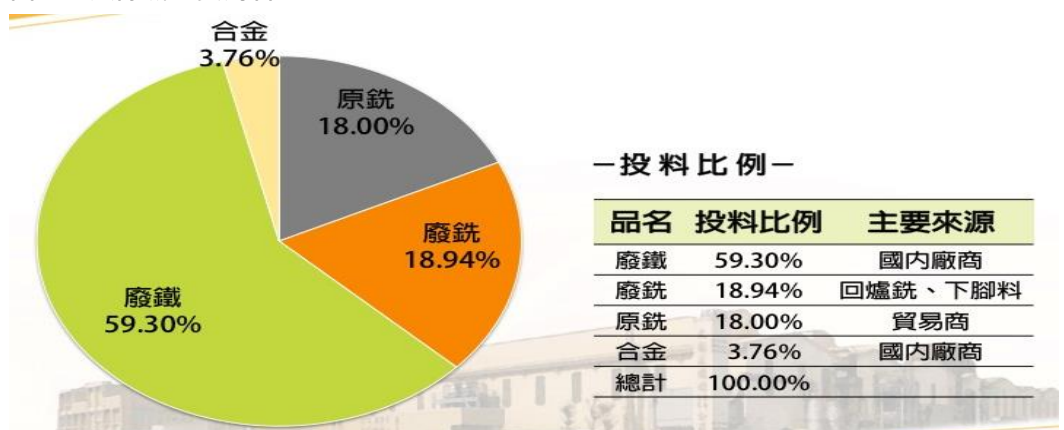
大詠城產品應用於工具機底座、立柱及機身類的鑄件。2017~2018年營收分別為6.02億元/6.90億元，YoY+38.4%/+14.5%，營收逐年成長主要係因打入日本市場以及台灣工具機客戶外銷成長所致。近年外銷比重逐漸升高，2018年內外銷比重約68%及32%，外銷以日本為主要市場，該公司亦持續深化主要日本客戶的合作，接觸更多跨工具機以外的鑄造產品，目前已有透過上述客戶之關係，生產鑄件供應於日本鈹金加工機械大廠，得以拓展日本市場及工具機以外之應用產業。

2018年廢鐵價格上漲對公司毛利表現有影響，1H18毛利率19.95%，較1H17的22.5%下滑，但依照公司過往經驗，廢鋼價格上漲表示市況熱絡，對公司營運有利，同時因為技術實力足夠，可以逐漸反應成本給下游客戶。大詠城累計1Q~3Q18營收5.2億元，YoY+18.71%，毛利率回升到21.68%，獲利5,800萬，已逼近2017年全年獲利5,900萬之高，預估2018年獲利7,323萬元，以增資後股本4.76億元計算，稅後EPS 1.54元。

2017年報中表列鑄件產能2.95萬噸，產量1.41萬噸，產能利用率47.6%，主因未考量實際工作天數及因電爐產生鐵水於澆鑄時損耗的部分，以及鑄件產品的複雜度等因素，致該公司有產能利用率偏低之情形，該公司於107年第三季起，依過往經驗重新評估正常產能，月產能約為1,680噸，年產能約為20,160噸，目前產能利用率76%。

原料中，廢鐵佔比59.3%，廢銑佔比18.9%，原銑佔比18%，合金佔比3.8%(圖二)，主要進料來源為台灣回收的廢鐵。

圖二、大詠城主要用料



資料來源：大詠城

◆ 近期切入美系與送樣德系大廠：

客戶部分，大詠城切入的客戶都在市場上擁有領導地位，以持續經驗累積及技術精進，大詠城於國際工具機展場皆能受到國際客戶青睞，尋求合作機會，近期更是憑藉著高度的研發實力，切入美系手機品牌以及德國工具機大廠，可望成為未來成長動能。

為開發新客戶，公司歷年來積極參加國際大展，以求與世界大廠合作的機會。因應製造業回流美國的趨勢，美系手機品牌客戶有自行開發產線設備之需，其生產設備的鑄件，所使用的合金具特殊規格，因大詠城因具有協助材料開發之能力，故得以獲取訂單。目前該零件供應商只有大詠城一家且已通過認證，初期僅少量出貨，營收貢獻佔比仍不高，但產品單價高、毛利好，預計2H19量產。目前該客戶與大詠城尚在開發其他部件，未來獲利貢獻值得期待；另，受惠於德國工具機大廠新廠落成，給予大詠城業務拓展之機會，目前產品已送樣至德國，根據公司過往經驗，只要有機會送樣，多能成為長期合作的客戶。

預期新客戶加入，將使2019年營收可望維持成長趨勢。長期來看，製造業回流已開發國家的趨勢明確(例如日資撤出中國、製造業回流美國等)，以及自動化發展的趨勢不變，都將成為公司未來成長動力。

為因應客戶需求與未來趨勢的發展，公司將審慎評估於適當時機設置新製程產線，及併購或找專業加工廠合資，以及海外擴廠之可能性。此外，為加深與日本客戶的合作關係，亦有併購日本同業之規畫，朝上下游產業鍊整合及海外市場擴展。

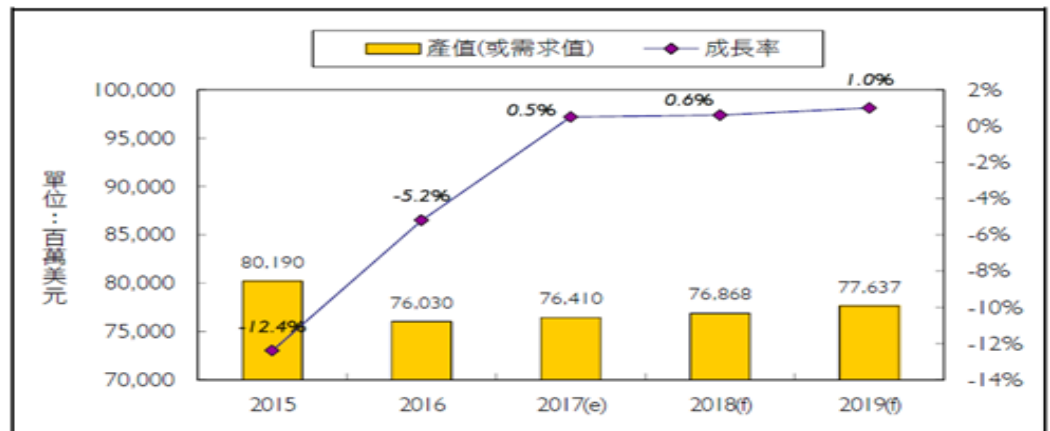
◆ 中美貿易戰干擾市場，然高階工具機展望仍然樂觀：

雖中美貿易戰使2019年整體工具機產業展望出現雜音，但目前因為中國科技業產業升級迫切，無法等待國產工具機產業升級，故仍為工具機進口大國。大詠城主要客戶中，其中位於台中市的上市公司因為設備係自產自用且擴產計畫明確，所以鑄件訂單穩定；另有與上述公司同產業之客戶也有自行生產設備之需，近半年產線漸轉移回台灣。而日本客戶對2019年展望仍偏向樂觀，主要日本客戶對龍門及五軸加工機的展望正向，因為五軸可用在航太、醫療、車用等，近期也有其他領域開始使用五軸加工機，藉以提高生產效率及精度，高階工具機需求仍然樂觀。

◆ 台灣工具機產業展望：

2018年整體製造業景氣持續回溫，加上中國大陸發展高端製造業，加強航空運輸、智慧製造與自動化設備需求，以及美國鼓勵製造業回流、歐洲PMI持續增溫，皆有利於帶動各國工具機產業需求成長，根據Gardner Research統計數據顯示，全球工具機產值始自2017年起全球工具機的產值規模將開始止跌回溫，2018~2019年將緩步成長(圖三)。

圖三、全球工具機產值預估



資料來源：Gardner Research、工研院 IEK 整理

◆ **高配息率回饋股東，具現金殖利率投資題材：**

配息率部分，公司皆以配發現金股利為主，且近六年平均配息率達106%，以近四年來看，除2016年有較大筆資本支出外，配息率皆有9成以上，秉持盈餘回饋股東精神，預期公司未來仍將維持高配息率政策，以除息日(09/27/2018)股價回推，殖利率達5.7%，長線具高配息率投資誘因。

表一、大詠城近六年配息率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	平均
EPS	0.58	0.52	0.7	0.54	0.84	1.4	0.76
現金股利	0.6	1.2	0.65	0.5	0.5	1.4	0.81
配發率(%)	103.4	230.8	92.9	92.6	59.5	100.0	105.9

資料來源：大詠城

◆ **同業比較：**

國內從事上游鑄件的同業有1532 TT 勤美、1589 TT 永冠、2067 TT 嘉鋼，雖為鑄件同業，但各自主要專注的下游領域有所差別，可以從營業利益率以及稅後EPS觀察到大詠城表現居於同業之冠(2018年勤美獲利成長主要係因認列建案交屋)，爾後隨外國客戶貢獻增加，營收與獲利水準可望持續成長。

表二、同業經營業績比較表

	營收(百萬元)		YoY		毛利率		營業利益率		稅後EPS	
	2017	2018	2017	2018	2017	9M18	2017	9M18	2017	9M18
4538大詠城	602	690	38.43	14.51	21.22	21.68	13.27	14.21	1.24	1.22
1532勤美	14,518	18,144	3.12	16.74	28.25	26.95	11.62	13.06	1.59	3.52
1589永冠	6,404	6,196	-13.15	-3.26	22.36	12.57	4.61	-4.81	2.28	-1.93
2067嘉鋼	1,259	1,412	25.12	12.52	15.45	18.66	-3.24	4.81	-1.37	1.02

資料來源：CMoney、各公司財報(註：大詠城稅後 EPS 以增資後最新股本計算)

2019年1月15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