2019 年 1 月 22 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4557 TT 永新-KY	買進 目標價 83	永新-KY的投資評等由中立調升至買進，目標價83元，潛在漲幅18.57%，主要理由如下： (1) 3Q18開始陸續調漲價格轉嫁成本上揚，且卡鉗產線稼動率提升，有助於毛利率續揚； (2) 營運調整暫告一段落，2019年將重回成長軌道，目前評價仍相對偏低。

研究員 史聖國
linus@jsun.com

重點摘要

- **3Q18順利漲價轉嫁成本上揚，有利於毛利率回升：**永新近年來受到原材料價格上漲無法及時轉嫁給客戶，且人民幣匯率波動幅度大，加上卡鉗產線的稼動率偏低，導致毛利率明顯下滑並拖累整體獲利表現，不過永新已順利在09/2018開始對美國客戶調漲價格，帶動3Q18的毛利率回升，4Q18因為先前有部分訂單遞延出貨帶動營收成長，毛利率有機會持續回升，2019年由於卡鉗的稼動率增加，將帶動毛利率續揚。

- **卡鉗稼動率將回升挹注獲利：**永新2016~2017年營收成長停滯的主因為卡鉗產品的生產及開發進度皆低於預期，2018年由於產能仍無法達到客戶的要求導致訂單減少，今年將透過自製鑄造件來解決問題，預計2Q19開始可以自給，卡鉗1H18月平均出貨量約6千~7千個，4Q18月出貨已達1.5萬個，預期2019年月出貨量可達2萬個，毛利率能夠回到30%以上的水準，2019年預計再增加2條產線，持續擴充產能並開發新品項以滿足市場所需，產能不足問題將持續獲得解決，卡鉗產品將是帶動2019年營運成長的主要動力來源。

- **營運調整暫告一段落，2019 年將恢復成長：**展望 2019 年，已於 2018 年接獲日本大廠 Aisin(愛信精機)的新訂單，2018 年貢獻約 250 萬美元，2019 年的貢獻可望增至 3 百萬美元以上，另外因為大客戶 BPI 關閉自有的墨西哥總泵及分泵工廠，永新有機會接獲移轉過來的訂單，加上巴西及歐洲地區的接單狀況也不錯，預估總泵及分泵產品 2019 年將成長 5%~10%，以目前的訂單狀況而言，預期 1Q19 營收 YoY 會有雙位數百分比的成長，由於訂單及產能皆增加，預期 2019 年營收將會恢復成長，毛利率可望隨著稼動率上揚明顯回升，日盛預估永新 2019 年 EPS 7.24 元，目前評價仍相對偏低，投資評等由中立調升至買進，評價給予 2019 年 PER 11.5 倍，目標價 83 元。

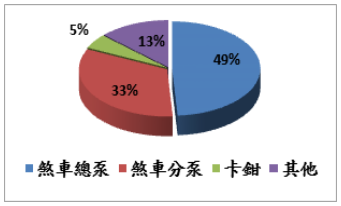
近期投資評等

01/22/2019	買進
03/15/2017	到價轉中立
12/29/2016	買進

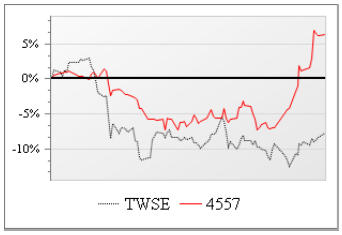
公司基本資料

收盤價(元)(01/21/2019)	70.00
股本(百萬元)	346
總市值(億元)	24.2
每股淨值(元)	33.83
外資持股比(%)	43.70
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	60
融資餘額(01/21/2019)	970

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	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	1,575	1,792	330	355	418	472	367	436
營業毛利	451	584	87	97	121	146	110	137
營業利益	172	291	28	34	44	65	44	65
稅後純益	173	251	12	51	53	57	39	57
稅後 EPS(元)	4.99	7.24	0.35	1.47	1.52	1.65	1.12	1.63
毛利率(%)	28.63	32.6	26.37	27.4	28.9	30.9	29.92	31.49
營業利益率(%)	10.89	16.22	8.62	9.54	10.6	13.79	11.88	14.8
稅後純益率(%)	10.95	13.99	3.64	14.29	12.62	12.09	10.57	12.97
營業收入 YoY/QoQ(%)	15.7	13.78	-6.09	7.46	17.71	13.01	-22.33	18.95
營業利益 YoY/QoQ(%)	-22.87	69.35	-42.85	18.9	30.9	47	-33.08	48.13
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-4.71	45.28	-65.46	322.33	3.92	8.23	-32.1	46.02

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **公司簡介：**

永新成立於 2011 年，營運主體為廈門的永裕機械工業，負責產品的研發、生產及開發，公司主要產品為液壓剎車總泵分泵、離合器總泵分泵、橡膠件、真空助力器、卡鉗等，2018 年以剎車總泵佔營收比重 49%為最大，其次為煞車分泵營收佔比 33%，卡鉗為 12/2015 才開始出貨的產品，目前營收佔比僅 5%，整體出貨進度低於原預期。永新專注於 AM 市場汽車剎車系統零組件之製造、生產與銷售，目前為北美 AM 市場最大新品剎車系統零組件廠商，市佔率約 7 成左右，產品品項超過 6 千種，適用於全球各大汽車品牌，就地區別營收比重而言，2018 年以北美佔 45%為最高，其次為亞太區(泰國、馬來西亞、新加坡、菲律賓)佔 25%，中南美洲佔 23%，其他地區(中國、澳洲、非洲、歐洲)佔比不到 10%。

剎車系統產品屬於耗損件，與碰撞件的特性不同，受天候變化的影響不大，因此全年度淡旺季的效應並不明顯，受工作天數多寡的影響較大，通常每年的第二及第三季較旺，一、四季因為工作天數較少，營運相對較淡。煞車系統與行車安全高度相關，產品在耗損達一定程度後就有汰換的必要，與一般碰撞件即使受損卻不一定需要立即更換的特性大不相同，以剎車總泵為例，平均 5~7 年就需要汰換，市場需求相當龐大且穩定，由於美國近幾年來的新車銷售量皆維持在歷史高檔，這些數量龐大的車輛接下來零組件的汰換將逐漸轉往 AM 市場，為帶動北美 AM 市場需求回溫的主因及主要動力來源。

圖一、永新主要產品

資料來源：永新，日盛投顧整理

◆ **北美 AM 市場穩定成長：**

目前在終端消費市場，剎車系統產品可區分為翻修品及新品，10 年前翻修品：新品的比重約在 10：1，然而隨著舊車持續淘汰，翻修品取得難度愈來愈高，加上價差持續縮小，以北美市場為例，目前剎車總泵 OE 的價格約 150 美元，新品約 70 美元~80 美元，翻修品約 50 美元~60 美元，翻修品與新品的價差僅在 30 美元以內，因此消費者在汰換時對於新品的接受度大增，目前兩者的比重約 3：1。目前北美市場 75%為翻修品，25%為新品，永新的產品全數為新品，在北美剎車系統產品 AM 新品市場的市佔率已從先前的 50%~60%進一步增加至 70%，目前市場上沒有具威脅性的競爭者。北美為全球汽車保有量最大的地區，加上近年來新車銷售狀況良好，未來將陸續轉往 AM 市場，近年來北美 AM 市場穩定維持 3%~5%的自然增長率，剎車總泵及分泵市場每年更有 8%~10%的穩定成長，加上消費者對於新品的接受程度持續提升，為永新未來中長期業績穩定成長的動能。

◆ **3Q18 順利漲價轉嫁成本上揚，有利於毛利率回升：**

近年來全球汽車產業以節能減碳為主要發展主軸，車輛輕量化已是產業發展重要趨勢，因此煞車系統鋁製產品的比重持續提升，目前已取代鐵製品成為市場主流，永新 2012~2016 年的毛利率因為鋁製品的比重增加而逐年提升，配合產品組合的持續優化，帶動 2016 年的毛利率攀升至 37.64%，不過近年來受到原材料價格上漲無法及時轉嫁給客戶，且人民幣匯率波動幅度大，加上卡鉗產線的稼動率偏低，導致毛利率明顯下滑並拖累整體獲利表現。

永新 1H18 受到上游原料鑄造件價格上漲的影響壓抑整體毛利率的表現，不過永新已在 2Q18 順利跟客戶達成漲價協議，並於 09/2018 開始對美國客戶調漲價格，帶動 3Q18 的毛利率回升，4Q18 因為先前有部分訂單遞延出貨帶動營收成長，毛利率有機會持續回升，且東南亞地區也自 01/2019 開始漲價，不過由於有配合客戶分擔總泵產品受到美國加徵關稅影響的部分，因此 1Q19 的毛利率預估將會受到影響，如果後續輸美的關稅再增加，將會移轉部分訂單去馬來西亞生產，且不會再替客戶吸收關稅，因此中美貿易戰的後續影響將相當有限。

◆ **持續切入中國 OE 及 AM 市場：**

中國汽車零組件 AM 市場仍處於起步階段，中國已經有大廠開始進行整合，市場秩序逐漸成形但整體進度仍相當緩慢，隨著中國的汽車保有量迅速增加，未來 AM 市場的龐大商機值得期待，永新將透過跟大型經銷商合作，未來不會在中國 AM 市場缺席，但目前策略上不會太過躁進；至於在中國 OE 市場方面，是剎車總泵搭配真空助力器產品的組合，主要鎖定重慶及武漢當地的自主品牌車廠，目前仍處於試產及送樣測試階段，整體進度較原預期落後，最快 2H19 才會有較大的實質貢獻，預估 2019 年中國 OE 的營收比重不會超過 5%。

◆ **訂單及產能增加，卡鉗稼動率將回升挹注獲利：**

永新 2016~2017 年營收成長停滯的主因為卡鉗產品的生產及開發進度皆低於預期，目前的主要客戶為美國 BPI，2018 年由於產能仍無法達到客戶的要求導致訂單減少，卡鉗產能遭遇瓶頸的主要原因是鑄造件的產能不足，今年將透過自製鑄造件來解決問題，預計 2Q19 開始可以自給，未來自給率可以達到 5 成，將能有效解決產能問題，卡鉗 1H18 月平均出貨量約 6 千~7 千個，2H18 已經達 1 萬個以上，4Q18 月出貨達 1.5 萬個，2018 年底開發及接單狀況皆明顯好轉，2019 年的訂單持續增加，卡鉗目前月產能 2.8 萬個，但整體稼動率偏低導致 2018 年的毛利率不到 20%，預期 2019 年月出貨量可達 2 萬個，毛利率能夠回到 30%以上的水準，2019 年預計新開發 200 個新產品，總品項數達 700 個，目前卡鉗共有 6 條產線，預計再增加 2 條產線，持續擴充產能並開發新品項以滿足市場所需，產能不足問題將持續獲得解決，卡鉗產品將是帶動 2019 年營運成長的主要動力來源。

◆ **營運調整暫告一段落，2019 年將恢復成長：**

展望 2019 年，永新已於 2018 年接獲日本大廠 Aisin(愛信精機)的新訂單，2018 年貢獻約 250 萬美金，2019 年的貢獻可望增加至 3 百萬美金以上，另外因為大客戶 BPI 關閉自有的墨西哥總泵及分泵工廠，永新有機會接獲移轉過來的訂單，加上巴西及歐洲地區的接單狀況也不錯，預估總泵及分泵產品 2019 年將成長 5%~10%；目前自有產能每個月最大營收可以做到 550 萬元，由於北美客戶訂單增加，2H18 每月平均接單量已經從先前的 4 百萬元增加至 5 百萬元，2018 年底月接單量更達 520 萬~530 萬元，以目前的訂單狀況而言，預期 1Q19 營收 YoY 會有雙位數百分比的成長，由於訂單及產能皆增加，預期 2019 年營收將會恢復成長，毛利率可望隨著稼動率上揚明顯回升，日盛預估永新 2019 年 EPS 7.24 元，目前評價仍相對偏低，投資評等由中立調升至買進，評價給予 2019 年 PER 11.5 倍，目標價 83 元。

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
20190122	買進	83.0
20170315	中立	83.6
20161229	買進	83.6

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	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	1,361	1,575	1,792	388	333	352	330	355	418	472	367	436
營業毛利	467	451	584	141	105	114	87	97	121	146	110	137
營業費用	244	279	294	60	65	64	59	63	76	81	66	73
營業利益	222	172	291	81	40	50	28	34	44	65	44	65
營業外收支	-4	36	8	2	4	-7	-15	26	23	2	2	2
稅前純益	218	208	299	83	45	43	13	60	67	67	46	67
稅後純益	181	173	251	69	34	35	12	51	53	57	39	57
最新股本	346	346	346	346	346	346	346	346	346	346	346	346
稅後 EPS(元)	5.23	4.99	7.24	2.01	0.97	1.01	0.35	1.47	1.52	1.65	1.12	1.63
經營效率(%)												
毛利率	34.29	28.63	32.6	36.33	31.49	32.39	26.37	27.4	28.9	30.9	29.92	31.49
營業利益率	16.34	10.89	16.22	20.8	12.07	14.16	8.62	9.54	10.6	13.79	11.88	14.8
稅前純益率	16.02	13.18	16.66	21.33	13.37	12.12	3.96	16.97	16.06	14.22	12.43	15.26
稅後純益率	13.3	10.95	13.99	17.91	10.08	9.89	3.64	14.29	12.62	12.09	10.57	12.97
YoY(%)												
營收	-4.41	15.7	13.78	-10.36	-8.45	-0.13	14.25	-8.43	25.47	34.26	11.04	22.9
營業利益	-19.21	-22.87	69.35	-13.66	-47.5	-20.21	-45.07	-58.02	10.21	30.75	53.09	90.73
稅前純益	-27.83	-4.81	43.88	-16.43	-45.57	-46.26	-72.86	-27.16	50.73	57.56	248.41	10.51
稅後純益	-26.3	-4.71	45.28	-3.44	-43.67	-54.88	-72.25	-26.92	57.15	64.06	222.55	11.52
QoQ(%)												
營收	--	--	--	34.08	-14.09	5.62	-6.09	7.46	17.71	13.01	-22.33	18.95
營業利益	--	--	--	55.59	-50.14	23.91	-42.85	18.9	30.9	47	-33.08	48.13
稅前純益	--	--	--	71.52	-46.17	-4.28	-69.29	360.36	11.4	0.06	-32.1	46.02
稅後純益	--	--	--	60.35	-51.68	3.68	-65.46	322.33	3.92	8.23	-32.1	46.02

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	3Q18
流動資產	1,144	1,070	1,047
現金及約當現金	464	369	211
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	150	212	229
非流動資產	563	623	650
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	503	534	555
無形資產	5	19	39
資產總計	1,707	1,693	1,697
流動負債	391	417	501
短期借款	--	0	76
非流動負債	24	15	13
負債總計	415	432	514
股本	342	344	346
普通股股本	342	344	346
資本公積	430	433	434
保留盈餘	532	541	484
庫藏股票	--	--	--
股東權益	1,292	1,261	1,183
每股淨值(元)	37.48	36.24	33.82
流動比率(%)	292.6	256.66	209.03
速動比率(%)	254.31	205.69	163.31
應收帳款週轉率(%)	3.15	2.74	0.75
負債比率(%)	24.32	25.5	30.28
稅後股東權益報酬率(%)	18.53	14.31	4.53

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	302	218	140
折舊及攤提費用	57	58	54
利息費用	1	1	2
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	1	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	-132	49	-121
存貨增減	7	-65	-20
應付帳款增減	10	35	-2
營業活動現金流量	194	247	59
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	-55	-88	-76
處分不動產、廠房及設備	0	4	1
投資活動現金流量	-24	-123	-98
短期借款增減	0	0	76
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	0	0	--
發放現金股利	-191	-172	-173
庫藏股票增減	-72	0	--
籌資活動現金流量	-259	-174	-96
淨現金流量	-135	-95	-157

資料來源：CMoney · JS 預估

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