

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
3537 TT	中立	堡達的投資評等為中立，主要理由如下：
堡達	目標價 30.7	(1) 整體應用市場需求平淡； (2) 新產品營收貢獻仍有限。

研究員 傅河翰

absz1009@jsun.com

重點摘要

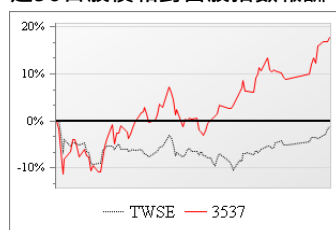
近期投資評等

日期	評等
02/22/2019	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(02/21/2019)	29.10
股本(百萬元)	487
總市值(億元)	14.2
每股淨值(元)	17.77
外資持股比(%)	1.79
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	358
融資餘額(02/21/2019)	3,436

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **主要代理松下產品，終端多應用於 PC 相關：**堡達主要代理日本松下電子零件，以主動零件及被動零件為主，包括：鋁質電解電容、塑膠電容、機能性高分子電容 (Sp-Cap.)、Power Choke、固態電容...等等，主要客戶為大陸設廠之台商。被動元件佔 90%，其中高分子固態電容佔被動元件裡的 65%~70%；以終端應用而言，NB 相關佔 40%~50%，Server 佔 15%，MB 佔 8%，I P C 5%~6%，網通佔 10%，VGA 佔 6%~7%。
- ◆ **4Q18 業績表現優於同業：**2018 年在整體被動元件缺貨的聲浪下，堡達並未對客戶大幅漲價，因此在 4Q18 需求反轉的時候，堡達產品並未有嚴重的跌價，加上自動化設備耗材產品拉貨增加，4Q18 營收 QoQ-0.68%，營收表現相對同業優異，預估 4Q18 毛利率可優於 3Q18。
- ◆ **2019 年 Server 與網通應用展望較佳，其他應用相對平淡：**4Q18 被動元件需求反轉，堡達於 10~11/2018 庫存水位較高，經過近幾個月消化庫存，目前庫存水位雖然還是稍微偏高，但已有改善，展望 2019 年看好 Server 與網通運用，而 NB、MB、I P C 與 VGA 等應用看持平。
- ◆ **布局 CO2 熱棒與藍光備份櫃：**CO2 熱棒相對於傳統熱棒，售價較高，但使用範圍更大、更節能，可應用於飯店旅館、染整、屠宰業、食材烘乾業及汽電共生等工商業；另外藍光備份櫃具高容量、高效能，與可永久儲存的優勢，近來如 FB 等國際大企業均開始採用藍光備份櫃，市場需求增加，堡達鎖定醫療機構、數據中心與網路儲存設備等企業用戶；加計 CO2 熱棒及藍光備份櫃約貢獻 2018 年營收 1,000 萬~2,000 萬，營收貢獻小於 1%，基期仍低預估 2019 年可翻倍成長。

單位:百萬元	2018F	2019F	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	2,611	2,506	708	703	606	625	626	648
營業毛利	382	363	98	100	91	90	91	91
營業利益	180	172	51	52	44	42	44	43
稅後純益	143	134	35	39	32	37	32	32
稅後 EPS(元)	2.94	2.76	0.73	0.79	0.66	0.76	0.66	0.67
毛利率(%)	14.63	14.48	13.89	14.25	15.02	14.35	14.55	14.02
營業利益率(%)	6.89	6.88	7.13	7.38	7.22	6.75	6.95	6.62
稅後純益率(%)	5.49	5.36	5	5.5	5.33	5.95	5.16	5
營業收入 YoY/QoQ(%)	-8.7	-4.03	24.18	-0.68	-13.78	3.11	0.13	3.51
營業利益 YoY/QoQ(%)	11.24	-4.2	139.62	2.74	-15.65	-3.6	3.1	-1.4
稅後純益 YoY/QoQ(%)	40.28	-6.35	6.03	9.41	-16.5	15.03	-13.05	0.2

資料來源:CMoney · JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

◆ 公司簡介：

堡達 1987 年 8 月成立，為 Panasonic 正式代理商，代理日本松下電子零件，以主動零件及被動零件為主，包括：鋁質電解電容、積層陶瓷(MLCC)、塑膠電容、機能性高分子電容(Sp-Cap.)、Power Choke、可變電阻、電感、馬達...等等，主要客戶為大陸設廠之台商。

營收比重：被動元件佔 90%，其中高分子固態電容佔被動元件裡的 65%~70%；以終端應用而言，NB 相關佔 40%~50%，Server 佔 15%，MB 佔 8%，I P C 5%~6%，網通佔 10%，VGA 佔 6%~7%。

◆ 2018 年受惠挖礦與被動元件缺貨效應，預估營業利益 YoY+11.24%：

2017 年受惠家電產品出貨暢旺(與大陸銀行業者配合，家電為金融業務贈品)，2017 年其他-家電類營收佔比高達 20%(毛利率低)，而後受到大陸金融監管趨嚴影響，家電類業務大幅下滑，1Q18 營收 YoY-29.6%，然受惠虛擬貨幣帶動挖礦機需求(堡達出貨給國內的 VGA 卡廠商)，高毛利率的挖礦 VGA 卡比重提升，1Q18 毛利率達 16%，營業利益 YoY+33.4%。

2018 年在整體被動元件缺貨的聲浪下，堡達並未對客戶大幅漲價，因此在 4Q18 需求反轉的時候，堡達產品並未有嚴重的跌價，加上自動化設備耗材產品拉貨增加，4Q18 營收 QoQ-0.68%，營收表現相對同業優異，預估 4Q18 毛利率可優於 3Q18，預估 4Q18 營業利益 5190 萬，YoY+11.24%，2018 年稅後 EPS 2.95 元。

◆ 2019 年 Server 與網通應用展望較佳，其他應用相對平淡：

4Q18 被動元件需求反轉，堡達於 10~11/2018 庫存水位較高，經過近幾個月消化庫存，目前庫存水位雖然還是稍微偏高，但已有改善，展望 2019 年看好 Server 與網通運用，而 NB、MB、I P C 與 VGA 等應用看持平。

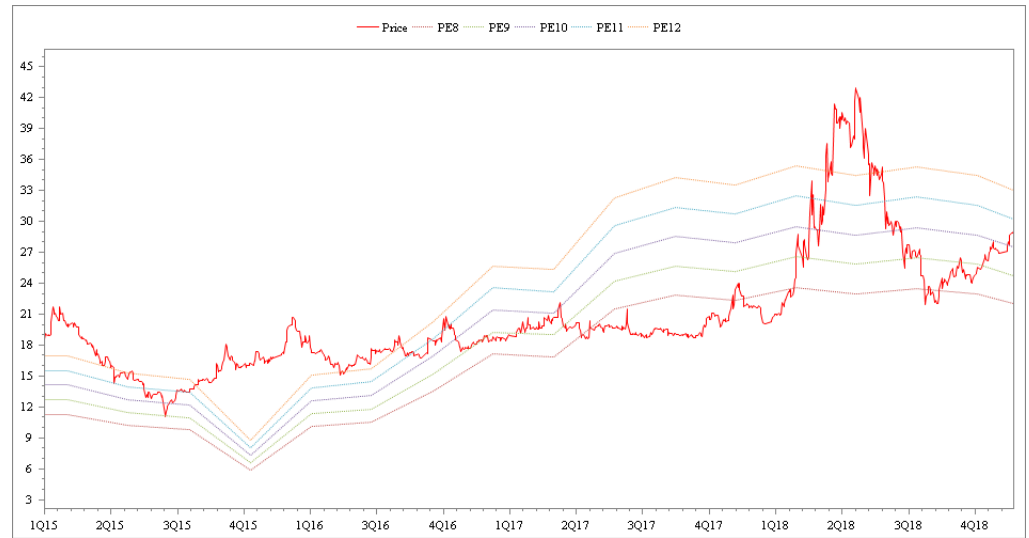
◆ 新產品:CO2 熱棒及 Panasonic 的藍光備份櫃貢獻仍低：

堡達布局 CO2 熱棒及 Panasonic 的藍光備份櫃，相對於傳統熱棒，CO2 熱棒售價貴 3~4 倍，但使用範圍更大、更節能環保，可應用於飯店旅館、染整、屠宰業、食材烘乾業及汽電共生等工商業：

另外因應大數據時代來臨，藍光備份櫃具高容量、高效能，與可永久儲存的優勢，光碟片以一次寫入特性，資料寫入後無法修改，資安等級高，近來如 FB 等國際大企業均開始採用藍光備份櫃，市場需求增加，堡達引進 Panasonic 藍光備份櫃，鎖定醫療機構、數據中心與網路儲存設備等企業用戶。

加計 CO2 熱棒及藍光備份櫃約貢獻 2018 年營收 1,000 萬~2,000 萬，營收貢獻小於 1%，基期仍低預估 2019 年可翻倍成長

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

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
20190222	中立	30.7
-	-	-
-	-	-

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	2,860	2,611	2,506	668	629	570	708	703	606	625	626	648
營業毛利	355	382	363	91	101	82	98	100	91	90	91	91
營業費用	193	202	190	48	45	61	48	48	47	48	48	48
營業利益	162	180	172	43	56	21	51	52	44	42	44	43
營業外收支	-37	3	-3	-7	-7	20	-6	-4	-3	5	-3	-2
稅前純益	125	183	170	36	50	41	45	48	41	47	41	41
稅後純益	102	143	134	30	36	33	35	39	32	37	32	32
最新股本	487	487	487	487	487	487	487	487	487	487	487	487
稅後 EPS(元)	2.10	2.94	2.76	0.63	0.74	0.69	0.73	0.79	0.66	0.76	0.66	0.67
經營效率(%)												
毛利率	12.41	14.63	14.48	13.65	16.08	14.42	13.89	14.25	15.02	14.35	14.55	14.02
營業利益率	5.66	6.89	6.88	6.42	8.97	3.7	7.13	7.38	7.22	6.75	6.95	6.62
稅前純益率	4.37	7.02	6.78	5.44	7.88	7.13	6.31	6.88	6.75	7.53	6.54	6.33
稅後純益率	3.57	5.49	5.36	4.56	5.7	5.85	5	5.5	5.33	5.95	5.16	5
YoY(%)												
營收	-4.31	-8.7	-4.03	-9.83	-29.6	-13.35	10.67	5.31	-3.65	9.65	-11.58	-7.85
營業利益	44.16	11.24	-4.2	13.82	33.45	-27.71	6.53	21.05	-22.45	100.18	-13.87	-17.34
稅前純益	41.04	46.67	-7.32	-21.68	384.59	29.99	-5.23	33.26	-17.47	15.82	-8.48	-15.26
稅後純益	65.9	40.28	-6.35	-4.98	367.29	30.36	-7.96	27.09	-9.87	11.42	-8.63	-16.32
QoQ(%)												
營收	--	--	--	4.38	-5.77	-9.39	24.18	-0.68	-13.78	3.11	0.13	3.51
營業利益	--	--	--	-9.58	31.66	-62.66	139.62	2.74	-15.65	-3.6	3.1	-1.4
稅前純益	--	--	--	-23.04	36.53	-18.03	10.03	8.22	-15.45	15.03	-13.05	0.2
稅後純益	--	--	--	-20.76	17.74	-6.96	6.03	9.41	-16.5	15.03	-13.05	0.2

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	1,205	1,175	1,233
現金及約當現金	90	93	87
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	294	320	263
非流動資產	239	237	240
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	229	224	220
無形資產	--	--	--
資產總計	1,444	1,412	1,473
流動負債	558	499	540
短期借款	208	174	206
非流動負債	68	64	67
負債總計	627	562	608
股本	487	487	487
普通股股本	487	487	487
資本公積	105	105	105
保留盈餘	229	274	291
庫藏股票	0	0	0
股東權益	817	849	866
每股淨值(元)	16.78	17.44	17.77
流動比率(%)	215.77	235.63	228.24
速動比率(%)	163.06	171.53	179.6
應收帳款週轉率(%)	3.9	3.91	0.92
負債比率(%)	43.41	39.84	41.24
稅後股東權益報酬率(%)	7.48	12.26	4.16

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	89	125	135
折舊及攤提費用	7	7	3
利息費用	5	8	5
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	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	-4	97	-137
存貨增減	-41	-34	56
應付帳款增減	26	23	29
營業活動現金流量	39	188	57
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	-1	0	-2
處分不動產、廠房及設備	0	0	1
投資活動現金流量	-3	-1	-7
短期借款增減	83	-34	32
長期借款增減	-28	-15	-2
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-58	-58	-88
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	3	-173	-57
淨現金流量	32	3	-6

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年2月22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