

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
3617 TT 碩天	買進 目標價 95	碩天的投資評等為買進，目標價95元，潛在空間18.3%，主因： (1)已將後段組裝產能挪移至菲律賓，消除中美貿易戰帶來的不確定性，(2)雖移轉組裝產線難免影響毛利率，但因公司毛利率最高的經銷商訂單穩健，整體毛利率仍能持穩；(3)目前本益比不到10倍，落於公司歷史多數區間9.5倍~12.5倍下緣。

研究員 王文雯

WenWenWang@jsun.com

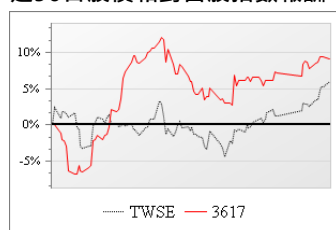
近期投資評等

02/26/2019	買進
10/12/2018	持有/中立
11/27/2017	買進

公司基本資料

收盤價(元)(02/25/2019)	80.30
股本(百萬元)	810
總市值(億元)	65
每股淨值(元)	53.92
外資持股比(%)	3.00
投信持股比(%)	0.50
近 20 日均量(張)	21
融資餘額(02/25/2019)	355

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	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	8,337	9,147	2,075	2,355	2,154	1,937	2,280	2,557
營業毛利	3,511	3,886	873	1,021	860	830	971	1,085
營業利益	748	875	184	291	130	171	207	279
稅後純益	624	667	219	242	105	128	159	216
稅後 EPS(元)	7.70	8.23	2.71	2.98	1.30	1.58	1.96	2.66
毛利率(%)	42.11	42.48	42.08	43.36	39.93	42.84	42.58	42.42
營業利益率(%)	8.97	9.57	8.88	12.36	6.01	8.84	9.08	10.92
稅後純益率(%)	7.48	7.29	10.58	10.26	4.89	6.62	6.96	8.44
營業收入 YoY/QoQ(%)	6.92	9.72	18.39	13.5	-8.53	-10.09	17.68	12.16
營業利益 YoY/QoQ(%)	-17.71	17.01	29.03	57.94	-55.51	32.14	20.96	34.89
稅後純益 YoY/QoQ(%)	8.41	6.88	283.56	10.08	-56.38	21.73	23.7	36.03

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **碩天為UPS品牌廠，主攻北美市場：**碩天為UPS品牌廠，主攻北美市場，北美地區占比高達約80%，若以銷售方式則區分為零售通路26%(客戶比如BestBuy、Costco與Home Depot等)、經銷通路54%(客戶如Amazon、Alcatel與DMH等)、電信運營商10%(如AT&T與Verizon等)與OEM/ODM 10%。
- ◆ **經銷業務銷售穩定成長，可望帶動2019年營運再增溫：**碩天客戶集中程度高，又多為大型經銷商，當每年供應的UPS品質與銷售穩定，次一年客戶便會增加UPS機款數進駐，此可反映於碩天自金融海嘯後，營收每年均逐年增溫，日盛預估碩天2019年營收成長9.72%至91.47億元。公司長期為求擴大營運規模，亦發展代工業務，碩天原本即為日本Mitsubishi代工，近年再增加為印度、巴基斯坦與以色列當地客戶代工，此與碩天自有品牌並不重疊。碩天2018年代工營收約6億~8億元，預計2019年營收大致持平，係因公司欲調整客戶型態，由分散的小客戶轉為往大客戶集中。
- ◆ **碩天將後段組裝產能挪移至菲律賓，消除中美貿易戰帶來的疑慮：**中美貿易戰關稅課徵自08/2018爆發，由於碩天銷售至北美地區的比重高達80%，因此公司決策過程快速，原先就菲律賓與越南兩地作考量，後決定將後段組裝遷至菲律賓的PEZA經濟特區(甲米地)。碩天所有產品中約90%組裝會轉移至菲律賓，10%客戶則認為產線轉移至出貨時間較久，故仍維持中國生產組裝與出貨。碩天3Q18即決定將深圳產品線拆解，後段組裝挪移至菲律賓，10/2018組裝完成，成為當時甲米地第一批貨櫃出貨的外商。公司自10/2018開始首批出貨後，11~12/2018貨櫃運行流程方稍微轉順，整個完全順利預計需6個月待03/2019可完成。由於4Q18改由菲律賓出貨，運送時間拉長，客戶先就彼時功能較低的產品先因應，使得4Q18整體毛利率下滑至約40%，不過1Q19毛利率便能回穩。

◆ 碩天為 UPS 品牌廠，主攻北美市場：

碩天為 UPS 品牌廠(自有品牌即為 CyberPower)，2018 年產品結構裡，不斷電系統(UPS)占比 74%、Surge(電源突波保護器)18%、Inverter(可攜式電源轉換器)2%與其他(Cable、USB 等)6%。碩天主攻北美市場，北美地區占比高達約 80%，若以銷售方式則區分為零售通路 26%(客戶比如 BestBuy、Costco 與 Home Depot 等)、經銷通路 54%(客戶如 Amazon、Alcatel 與 DMH 等)、電信運營商 10%(如 AT&T 與 Verizon 等)與 OEM/ODM 10%。毛利率部分，UPS 高於公司均值，Surge 與 Inverter 均低於均值，由高至低分別為 UPS>Surge>Inverter；若以銷售方式區分，則經銷通路毛利率最高>零售通路>電信運營商>OEM。

◆ 碩天將後段組裝產能挪移至菲律賓，消除中美貿易戰帶來的不確定性：

中美貿易戰關稅課徵自 08/2018 爆發，由於碩天銷售至北美地區的比重高達 80%，因此公司決策過程快速，原先就菲律賓與越南兩地作考量，後決定將後段組裝遷至菲律賓的 PEZA 經濟特區(甲米地)。碩天所有產品中約 90%組裝會轉移至菲律賓，10%客戶則認為產線轉移至出貨時間較久，故仍維持中國生產組裝與出貨。

碩天 3Q18 即決定將深圳產品線拆解，後段組裝挪移至菲律賓，10/2018 組裝完成，成為當時甲米地第一批貨櫃出貨的外商。公司自 10/2018 開始首批出貨後，11~12/2018 貨櫃運流程才稍微轉順，整個完全順利預計需 6 個月待 03/2019 可完成。由於 4Q18 改由菲律賓出貨，運送時間拉長，客戶先就彼時功能較低的產品先因應，使得 4Q18 整體毛利率下滑至約 40%，不過 1Q19 毛利率便能回穩。

美國目前對中國進口美國的電源供應器課徵 10%關稅，不排除原預計 03/01/2019 上調關稅的計畫可能再行推延。由於後續中美貿易戰對課徵關稅的不確定性仍在，若假設休戰(不加徵關稅)或最高僅課 10%關稅，碩天在考量個別產品的關稅因素，未來亦將保留 Surge 至菲律賓組裝。

◆ 經銷業務銷售穩定成長，可望帶動 2019 年營運再增溫：

碩天 01/2019 營收 6.5 億美元，MoM-14%，主要是北美極地漩渦，天氣惡劣，需要將貨品拖回廠內，影響貨物運送時間。日盛預估碩天 1Q19 營收 19.37 億元，QoQ-10%，毛利率隨組裝產線移轉過程已見順利，故預估毛利率可望回穩至 42.84%，日盛並預估稅後獲利 1.28 億元，稅後 EPS1.58 元。

碩天客戶集中程度高，又多為大型經銷商，當每年供應的 UPS 品質與銷售穩定，次一年客戶便會增加 UPS 機款數進駐，此可反映於碩天自金融海嘯後，營收每年均逐年增溫，日盛預估碩天 2019 年營收成長 9.72%至 91.47 億元。不過，由於碩天客戶 80%為零售商與經銷商，難以確切得知客戶將於何時點拉貨，故碩天的單月營收波動性較大。

公司長期為求擴大營運規模，亦發展代工業務，原本碩天即為日本 Mitsubishi 代工，每年約 1.5 億元營收貢獻，近年再增加為印度、巴基斯坦與以色列當地客戶代工，此與碩天自有品牌並不重疊。碩天 2018 年代工營收約 6 億~8 億元，預計 2019 年營收大致持平，係因公司欲調整客戶型態，由分散的小客戶轉為往大客戶集中。

◆ **日盛對碩天評等買進，目標價 95 元，潛在空間 18.3%：**

日盛預估碩天 2019 年營收 91.47 億元，毛利率 42.48%，稅後獲利 6.67 億元，稅後 EPS8.23 元。碩天(1)已將後段組裝產能挪移至菲律賓，消除中美貿易戰帶來的疑慮，(2)雖移轉組裝產線難免影響毛利率，但因公司毛利率最高的經銷商訂單穩健，整體毛利率仍能持穩；(3)目前本益比不到 10 倍，落於公司歷史多數區間 9.5 倍~12.5 倍下緣，日盛對碩天評等買進，目標價 95 元(以 2019 年稅後 EPS 與 PER11.5 倍評價)。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



2019年2月26日

近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20190226	買進	95.0
20181012	持有	82.0
20171127	買進	125.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年2月26日

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	7,798	8,337	9,147	2,139	2,102	1,753	2,075	2,355	2,154	1,937	2,280	2,557
營業毛利	3,442	3,511	3,886	930	879	756	873	1,021	860	830	971	1,085
營業費用	2,534	2,763	3,011	664	701	614	689	730	731	659	764	805
營業利益	909	748	875	266	178	143	184	291	130	171	207	279
營業外收支	-121	122	2	6	-38	-64	130	40	16	-2	2	5
稅前純益	788	870	877	272	140	79	315	331	145	169	209	284
稅後純益	575	624	667	216	92	57	219	242	105	128	159	216
最新股本	810	810	810	810	810	810	810	810	810	810	810	810
稅後 EPS(元)	7.10	7.70	8.23	2.67	1.14	0.71	2.71	2.98	1.30	1.58	1.96	2.66
經營效率(%)												
毛利率	44.15	42.11	42.48	43.5	41.82	43.16	42.08	43.36	39.93	42.84	42.58	42.42
營業利益率	11.66	8.97	9.57	12.45	8.49	8.15	8.88	12.36	6.01	8.84	9.08	10.92
稅前純益率	10.1	10.43	9.59	12.72	6.68	4.51	15.16	14.04	6.75	8.71	9.16	11.11
稅後純益率	7.38	7.48	7.29	10.11	4.39	3.26	10.58	10.26	4.89	6.62	6.96	8.44
YoY(%)												
營收	11.34	6.92	9.72	22.63	12.2	6.5	8.61	10.12	2.47	10.52	9.85	8.56
營業利益	0.34	-17.71	17.01	9.25	-15.79	-33.48	-26.09	9.37	-27.43	19.81	12.31	-4.07
稅前純益	-12.38	10.37	0.84	44.5	-50.15	-14.47	11.18	21.53	3.49	113.38	-33.62	-14.13
稅後純益	-21.14	8.41	6.88	28.31	-59.19	13.64	1.39	11.73	14.24	124.19	-27.7	-10.65
QoQ(%)												
營收	--	--	--	11.94	-1.7	-16.63	18.39	13.5	-8.53	-10.09	17.68	12.16
營業利益	--	--	--	6.73	-32.94	-19.96	29.03	57.94	-55.51	32.14	20.96	34.89
稅前純益	--	--	--	-3.8	-48.39	-43.68	297.63	5.15	-56.05	16.13	23.7	36.03
稅後純益	--	--	--	-0.1	-57.34	-37.97	283.56	10.08	-56.38	21.73	23.7	36.03

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	5,067	5,639	6,047
現金及約當現金	1,994	1,396	1,200
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	1,690	1,880	2,176
非流動資產	650	3,400	3,354
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	264	1,555	1,623
無形資產	90	86	86
資產總計	5,718	9,039	9,401
流動負債	1,599	3,662	3,955
短期借款	0	1,692	1,644
非流動負債	27	1,149	1,091
負債總計	1,627	4,811	5,046
股本	809	810	810
普通股股本	809	810	810
資本公積	1,398	1,398	1,398
保留盈餘	1,939	2,121	2,235
庫藏股票	--	--	--
股東權益	4,091	4,228	4,355
每股淨值(元)	50.69	52.45	53.95
流動比率(%)	316.82	153.99	152.88
速動比率(%)	211.19	102.65	97.88
應收帳款週轉率(%)	5.55	5.35	1.18
負債比率(%)	28.45	53.22	53.67
稅後股東權益報酬率(%)	18.48	13.78	5.68

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	899	788	724
折舊及攤提費用	69	78	77
利息費用	0	16	23
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	2
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	-57	-78	-19
應收帳款增減	103	-333	-390
存貨增減	-7	-172	-286
應付帳款增減	90	322	99
營業活動現金流量	968	393	166
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	-67	-2,899	-100
處分不動產、廠房及設備	1	0	15
投資活動現金流量	-75	-3,395	80
短期借款增減	0	1,692	-45
長期借款增減	0	1,100	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-364	-385	-405
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-362	2,408	-444
淨現金流量	520	-598	-196

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年2月26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