

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6409 TT 旭隼	持有 目標價 670	旭隼的投資評等為持有，目標價670元，潛在空間8.55%，旭隼持續受惠國際大廠委外釋單，毛利率亦已擺脫低迷狀態而回溫，短期股價漲幅快速，建議回檔再行布局。

研究員 王文雯

WenWenWang@jsun.com

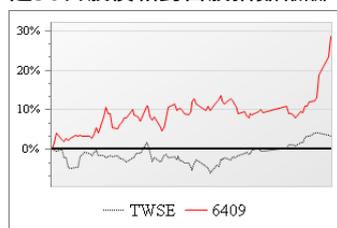
近期投資評等

03/06/2019	持有/中立
11/29/2018	持有/中立
09/17/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(03/05/2019)	620.00
股本(百萬元)	787
總市值(億元)	487.9
每股淨值(元)	56.54
外資持股比(%)	58.01
投信持股比(%)	0.51
近20日均量(張)	105
融資餘額(03/05/2019)	24

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **4Q18財報符合預期**：旭隼4Q18營收29.73億元，QoQ-3%，YoY+13%，毛利率28.26%，稅後獲利4.64億元，稅後EPS 5.91元，符合預期，其中因原物料價格回降，故旭隼亦將終端價格下調以回應客戶，故毛利率較前季略減。
- ◆ **2019年營收可望成長10%，大廠委外釋單仍為主要驅動力**：旭隼2018年 on-line UPS 營收YoY+24.1%，成長幅度優於off-line UPS 營收YoY+10%，主要係因國際客戶委外訂單增溫。過往APC委外為off-line UPS，由於旭隼代工的產品穩定度佳，故APC 09/2017針對30個新興國家on-line UPS進行委外規劃，經過兩個季度測試，2Q18開始進行on-line UPS委外釋單，遂推升旭隼on-line UPS訂單增溫。APC規劃30個新興國家訂單委外，4Q18已有出貨約15個國家，彼時以歐洲如愛爾蘭進度最快，北美訂單增幅也大。APC佔旭隼比重已由2017年的8%，增至2018年的12.6%，成長幅度高達70%，其中on-line UPS成長性更達260%。整體而言，旭隼持續受惠於國際廠委外釋單，Tier I客戶比重由2016年<20%，增至2017年的22%~23%，2018年更上升至27%，旭隼希冀長期能達到40%水準。
- ◆ **中美貿易戰以台灣組裝作因應**：因應中美貿易戰，原本旭隼建議客戶可採取在台灣作終端組裝，再交付至北美；或者客戶可作設計變更，藉由重新調整零組件配置、減少部分功能(比如減少網路監控功能)而降低整體成本，客戶傾向採取由旭隼在台灣作終端組裝再送交北美的方式，旭隼未規劃於其餘國家設廠。
- ◆ **獲利調整**：隨旭隼毛利率回溫，日盛將旭隼2019年獲利上修，預估旭隼2019年營收125.66億元(原預估124.25億元)，毛利率28.16%(原預估27.42%)，稅後獲利19.53億元(原預估18.77億元)，稅後EPS24.82元(原預估23.86元)。

單位:百萬元	2018	2019F	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	11,408	12,566	2,862	3,057	2,973	2,854	3,059	3,342
營業毛利	3,105	3,539	737	884	840	803	861	943
營業利益	2,111	2,426	482	615	573	548	589	649
稅後純益	1,814	1,953	484	567	464	417	451	516
稅後 EPS(元)	23.04	24.82	6.16	7.20	5.89	5.29	5.73	6.56
毛利率(%)	27.22	28.16	25.75	28.93	28.26	28.13	28.16	28.21
營業利益率(%)	18.5	19.3	16.84	20.13	19.29	19.19	19.24	19.41
稅後純益率(%)	15.9	15.54	16.93	18.54	15.6	14.6	14.75	15.45
營業收入 YoY/QoQ(%)	15.67	10.15	13.71	6.82	-2.76	-4	7.2	9.25
營業利益 YoY/QoQ(%)	15.44	14.91	9.39	27.67	-6.82	-4.5	7.5	10.19
稅後純益 YoY/QoQ(%)	33	7.69	62.27	17.02	-18.19	-10.16	8.3	14.4

資料來源:CMoney·JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **旭隼為 UPS 代工廠，2018 年 On-line UPS 比重首度超越 Off-line UPS：**

旭隼為專業 UPS 代工廠，2018 年產品結構為 on-line UPS 41.4%、off-line UPS 37.4%、Inverter/PV Inverter 14%、Accessory & Spare Parts 7.3%，其中 inverter 適用於電力不穩定的開發中國家，比如巴基斯坦、印度與南非等長期停電的區域；歐洲則視尖峰與離峰用電的電費差異大，故為節省電費會在離峰時段儲電，再用於尖峰時段，故 inverter 仍有其應用成長性。

表一、旭隼產品結構

產品結構	1H17	1Q~3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2018
on-line UPS	37.4%	37.2%	42.5%	40.0%	40.0%	41.1%	41.4%
off-line UPS	37.3%	38.5%	41.3%	38.4%	36.0%	37.3%	37.4%
Inverter	18.3%	17.0%	10.1%	14.0%	17.7%	14.7%	14.0%
Accessory&spare parts	7.0%	7.3%	6.1%	7.6%	6.3%	6.9%	7.3%

出貨量(萬台)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
on-line UPS	13.7	12.47	13.20	15.80	14.70	17.10	20.30	17.50
off-line UPS	101.5	133.00	145.90	143.60	122.00	122.00	132.00	130.00
Inverter	5.46	10.87	5.55	3.80	5.70	9.10	4.70	3.96

資料來源：旭隼、日盛投顧彙整

◆ **隨 APC 委外訂單比例拉高，旭隼北美營收比重提升：**

2018 年旭隼產品以區域別分，為亞洲 49.9%、歐洲 22.8%、美洲 22.5%、非洲與其他 4.9%，其中美洲由 1H16 的 14% 逐步成長至 2018 年的 22.5%，主要是 APC 委外訂單攀升。由於旭隼可提供少量多樣化的客製產品，以切合各地本土品牌的特殊要求，故旭隼客戶以當地品牌為主約 73%，而全球主要 UPS 大廠(如 APC、Emerson、Riello 與華為)則佔營收 27%。旭隼來自主要 UPS 大廠的成長性佳，尤其 APC 占比 12.6%，隨委外訂單攀升，2018 年 APC 佔旭隼營收成長率高達 70%；Emerson 亦因其開拓新市場(如北美)，故亦增加委外釋單。

表二、旭隼區域別貢獻

銷售區域	1H16	1Q~3Q16	2016	1H17	3Q17	4Q17	1H18	1Q~3Q18	2018
亞洲	54%	54.1%	53.5%	55.1%	53.5%	53.2%	51.5%	49.8%	49.9%
歐洲	27%	23.5%	23.3%	22.2%	22.4%	22.0%	23.1%	23.2%	22.8%
美洲	14%	17.3%	18.5%	18.2%	19.2%	20.1%	21.4%	22.3%	22.5%
非洲與其他	4.1%	5.12%	4.74%	4.64%	4.9%	4.8%	3.9%	4.7%	4.9%

資料來源：旭隼、日盛投顧彙整

◆ **4Q18 財報符合預期：**

旭隼 4Q18 營收 29.73 億元，QoQ-3%、YoY+13%，毛利率 28.26%，稅後獲利 4.64 億元，稅後 EPS 5.91 元，符合預期，其中因原物料價格回降，故旭隼亦將終端價格下調以回應客戶，故毛利率較前季略減。

旭隼原材料佔成本項目 85%、直接人工 5%、製造費用 10%，其中原材料包括鉛酸電池(佔比 22%~23%)、變壓器(佔比 15%)、半導體元件如 MOSFET 等(佔比 14%~15%)、機構件 12%~13%、線材與紙箱等，而鉛酸電池/變壓器/線材採用銅、鉛、鋼、鐵與

2019年3月6日

鋁等，比如變壓器使用銅與鋼，on-line UPS 設備使用鐵，散熱片使用鋁。通常 Tier I 的客戶如 APC、Emerson 等國際廠，因其本身亦有製造廠房，故亦瞭解上游元件價格走勢，因此對上游元件價格走勢敏感，使得旭隼較容易針對一線客戶漲價，反之元件價格若降，客戶亦會要求降價；而二線客戶對上游成本較不敏感，故要漲價更需談判與說服，惟若上游元件價格滑落，則旭隼被要求降價壓力也較小。

針對使用鉛酸電池或鋰電池，由於旭隼為代工廠，故客戶若不需要採用鋰電池，旭隼自然亦不會採用，旭隼表示鋰電池非市場主流，目前旭隼僅相當少量 UPS 採鋰電池，僅專案性質如政府標案需要，方為客戶搭載。而鉛酸電池 UPS，則分為電池內建與外加電池箱兩種方案，電池內建 UPS 為市場主流，外加電池箱則通常是客戶所在地區，停電時間較長，欲多加裝電池容量所致。

◆ **2019 年營收可望成長 10%，大廠委外釋單仍為主要驅動力：**

旭隼 2018 年 on-line UPS 營收 YoY+24.1%，成長幅度優於 off-line UPS 營收 YoY+10%，主要係因國際客戶委外訂單增溫。過往 APC 委外為 off-line UPS，由於旭隼代工的產品穩定度佳，故 APC 09/2017 針對 30 個新興國家 on-line UPS 進行委外規劃，經過兩個季度測試，2Q18 開始進行 on-line UPS 委外釋單，遂推升旭隼 on-line UPS 訂單增溫。APC 規劃 30 個新興國家訂單委外，4Q18 已有出貨約 15 個國家，彼時以歐洲如愛爾蘭進度最快，北美訂單增幅也大。APC 佔旭隼比重已由 2017 年的 8%，增至 2018 年的 12.6%，成長幅度高達 70%，其中 on-line UPS 成長性更達 260%。目前 APC 委外訂單仍僅釋出予旭隼，委外比重僅佔 APC 本身 UPS 的 3%，旭隼希冀長期能朝 10%邁進。旭隼 2018 年 Off-line UPS 營收成長 10%，優於過往通常個位數增幅，主要亦是國際廠委外釋單攀升。整體而言，旭隼持續受惠於國際廠委外釋單，Tier I 客戶比重由 2016 年 <20%，增至 2017 年的 22%~23%，2018 年更上升至 27%，旭隼希冀長期能達到 40%水準。

至於 2018 年 Inverter 營收 YoY+6.8%，低於過往通常 20%的成長率，主要是最大宗的拉貨地區巴基斯坦(佔 Inverter 營收比重達 50%)因總體環境欠佳與匯率走貶，影響拉貨力道，不過其餘國家拉貨仍上升，故整體 Inverter 營收仍為正成長)。

表三、旭隼客戶別比重與成長性

客戶比重	2018	YoY
APC	12.60%	70%
Emerson	4%	42%
Riello	4.50%	6%
華為	1.60%	40%

資料來源：旭隼、日盛投顧彙整

2019 年 3 月 6 日

◆ 中美貿易戰以台灣組裝作因應：

因應中美貿易戰，原本旭隼建議客戶可採取在台灣作終端組裝，再交付至北美；或者客戶可作設計變更，藉由重新調整零組件配置、減少部分功能(比如減少網路監控功能)而降低整體成本，客戶傾向採取由旭隼在台灣作終端組裝再送交北美的方式，旭隼未規劃於其餘國家設廠。

◆ 日盛對旭隼評等維持持有，目標價 670 元，潛在 8.5%：

隨旭隼毛利率回溫，日盛將旭隼 2019 年獲利上修，預估旭隼 2019 年營收 125.66 億元(原預估 124.25 億元)，毛利率 28.16%(原預估 27.42%)，稅後獲利 19.53 億元(原預估 18.77 億元)，稅後 EPS24.82 元(原預估 23.86 元)。旭隼持續受惠國際大廠委外釋單，毛利率亦已擺脫低迷狀態而回溫，短期股價漲幅快速，建議回檔再行布局，目前維持持有評等，目標價 670 元(以 2019 年 EPS 與 PER27 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



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20190306	持有	670.0
20181129	持有	573.0
20180917	持有	587.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	9,862	11,408	12,566	2,560	2,625	2,517	2,862	3,057	2,973	2,854	3,059	3,342
營業毛利	2,695	3,105	3,539	691	685	644	737	884	840	803	861	943
營業費用	866	994	1,113	228	206	203	255	269	267	255	273	294
營業利益	1,829	2,111	2,426	463	479	441	482	615	573	548	589	649
營業外收支	-173	145	43	-61	-22	-62	111	94	3	8	13	9
稅前純益	1,655	2,256	2,469	402	457	378	593	709	576	556	602	658
稅後純益	1,364	1,814	1,953	325	367	299	484	567	464	417	451	516
最新股本	787	787	787	787	787	787	787	787	787	787	787	787
稅後 EPS(元)	17.33	23.04	24.82	4.13	4.66	3.79	6.16	7.20	5.89	5.29	5.73	6.56
經營效率(%)												
毛利率	27.32	27.22	28.16	27	26.09	25.59	25.75	28.93	28.26	28.13	28.16	28.21
營業利益率	18.54	18.5	19.3	18.08	18.26	17.5	16.84	20.13	19.29	19.19	19.24	19.41
稅前純益率	16.78	19.78	19.65	15.71	17.41	15.02	20.72	23.2	19.38	19.47	19.67	19.68
稅後純益率	13.83	15.9	15.54	12.68	13.98	11.86	16.93	18.54	15.6	14.6	14.75	15.45
YoY(%)												
營收	21.45	15.67	10.15	23.87	31.27	14.73	15.22	19.4	13.25	13.39	6.9	9.33
營業利益	8.89	15.44	14.91	3.35	39.3	0.2	7.82	32.94	19.64	24.28	22.14	5.41
稅前純益	-3.89	36.32	9.41	-2.36	7.62	-0.67	42.82	76.29	26.05	46.92	1.44	-7.28
稅後純益	-4.53	33	7.69	-1.61	-1.81	-5.96	36.61	74.62	26.4	39.56	-6.86	-8.95
QoQ(%)												
營收	--	--	--	3.08	2.52	-4.12	13.71	6.82	-2.76	-4	7.2	9.25
營業利益	--	--	--	3.55	3.53	-8.06	9.39	27.67	-6.82	-4.5	7.5	10.19
稅前純益	--	--	--	-3.13	13.61	-17.27	56.86	19.57	-18.77	-3.56	8.3	9.3
稅後純益	--	--	--	-8.45	13.02	-18.64	62.27	17.02	-18.19	-10.16	8.3	14.4

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	2017	2018	4Q18
流動資產	5,680	6,047	6,047
現金及約當現金	2,695	2,629	2,629
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	904	973	973
非流動資產	1,558	2,239	2,239
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,295	1,964	1,964
無形資產	7	5	5
資產總計	7,237	8,286	8,286
流動負債	3,058	3,835	3,835
短期借款	0	397	397
非流動負債	0	1	1
負債總計	3,058	3,836	3,836
股本	787	787	787
普通股股本	787	787	787
資本公積	1,296	901	901
保留盈餘	2,354	2,988	2,988
庫藏股票	--	--	--
股東權益	4,179	4,450	4,450
每股淨值(元)	53.11	56.55	56.55
流動比率(%)	185.72	157.66	157.66
速動比率(%)	149.18	127.65	127.65
應收帳款週轉率(%)	5.62	5.52	1.25
負債比率(%)	42.26	46.29	46.29
稅後股東權益報酬率(%)	32.21	42.04	11.05

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2017	2018	4Q18
繼續營業單位稅前損益	1,655	2,256	2,256
折舊及攤提費用	64	79	79
利息費用	10	16	16
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	1	1	1
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	154	-11	-11
應收帳款增減	-264	-388	-388
存貨增減	-192	-75	-75
應付帳款增減	415	9	9
營業活動現金流量	1,741	1,865	1,865
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	-297	-691	-691
處分不動產、廠房及設備	1	0	0
投資活動現金流量	-307	-702	-702
短期借款增減	0	398	398
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-1,574	-1,574	-1,574
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-1,574	-1,175	-1,175
淨現金流量	-345	-66	-66

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年3月6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