

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4540 TT 全球傳動	買進 目標價 80	全球傳動的投資評等由持有調升至買進，目標價80元，潛在漲幅17.1%，主要理由如下： (1) 3/2019客戶拉貨力道復甦，新產品於2Q19放量出貨，2019年獲利將逐季走高； (2) 日本工具機接單金額連續2個月回升，線軌螺桿報價回穩，產業循環落底跡象已現。

研究員 徐培勳

jtr1117barry@jsun.com

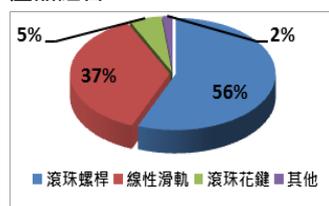
近期投資評等

03/29/2019	買進
11/27/2018	持有/中立
08/15/2018	未評等

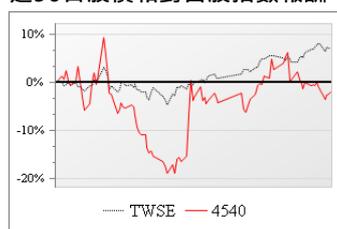
公司基本資料

收盤價(元)(03/28/2019)	68.30
股本(百萬元)	967
總市值(億元)	66
每股淨值(元)	36.36
外資持股比(%)	1.97
投信持股比(%)	0.00
近20日均量(張)	514
融資餘額(03/28/2019)	1,032

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	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	3,418	2,847	891	806	550	683	775	839
營業毛利	1,198	886	360	206	133	196	256	301
營業利益	769	485	231	110	53	93	148	191
稅後純益	622	387	183	93	43	71	120	154
稅後EPS(元)	6.43	4.00	1.90	0.97	0.44	0.73	1.24	1.59
毛利率(%)	35.03	31.13	40.44	25.6	24.1	28.72	33.1	35.9
營業利益率(%)	22.49	17.05	25.92	13.68	9.56	13.66	19.16	22.78
稅後純益率(%)	18.18	13.59	20.58	11.59	7.79	10.36	15.43	18.32
營業收入 YoY/QoQ(%)	26.16	-16.72	-8.64	-9.57	-31.7	24.17	13.34	8.25
營業利益 YoY/QoQ(%)	124.03	-36.87	-11.65	-52.29	-52.25	77.43	58.92	28.72
稅後純益 YoY/QoQ(%)	191.16	-37.77	-18.33	-49.08	-54.07	64.98	68.85	28.53

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯EPS

重點摘要

- ◆ **4Q18跟進對手降價使毛利率大幅衰退**：因中美貿易戰影響客戶拉貨動能，在競爭對手降價搶市壓力下，4Q18公司對客戶降價10%，營收8.06億元(QoQ-9.6%)，因降價和新設備進駐使固定成本增加，毛利率25.6%(QoQ-14.8ppts)，營業利益1.1億元(QoQ-52%)，稅後淨利0.93億元(QoQ-49%)，稅後EPS 0.97元。
- ◆ **3/2019客戶拉貨力道開始復甦，新產品將於2Q19放量貢獻獲利**：1~2/2019因客戶拉貨意願尚未恢復，營收3.2億元(YoY-28%)，達成率46%，嚴重低於預期，然3/2019開始中國地區自動化訂單增加，因客戶在手庫存水位非常低，主要為急單形式，代表將於未來3個月內出貨，目前在手訂單8~9億元，預期2Q19每月營收可維持2億元水準，且新產品微型線軌、旋轉式滾珠螺桿花鍵、單軸機器人等機台已就緒，新產品客戶接受度頗高，將於4/2019放量出貨，公司預期2019年可佔營收20%。根據日本工具機協會(JMTBA)統計，來自中國的工具機接單金額於11/2018落底後，已連續2個月呈現月增的情況，且THK、上銀在4Q18降價後，目前價格已經回穩，顯示產業景氣已有落底跡象，待2Q、3Q19工具機產業旺季到來獲利可逐季走高，目前公司持續備貨待後續景氣復甦的拉貨潮。
- ◆ **工具機景氣已觸底，且中國人力成本提升自動化需求成長趨勢不變**：受中美貿易戰影響，預估2019年營收28.5億元(YoY-16.7%)，因降價和稼動率下降，預期毛利率31%(YoY-3.9ppts)，營業利益4.85億元(YoY-37%)，稅後淨利3.9億元(YoY-38%)，稅後EPS 4元，目前PER 17倍，位於同業PER 9倍~26倍中緣，考量(1)新產品放量和產業旺季到來，獲利將逐季走高，(2)日本工具機接單金額連續2個月提升，線軌螺桿報價回穩，產業循環落底跡象已現，(3)中國人力成本提升自動化需求成長趨勢不變，(4)2018年配發3.6元現金股利，殖利率5.3%，股價具下檔保護，給予買進評等，目標價80元(2019年EPS\*20倍)。

◆ 台灣滾珠螺桿第二大供應商

全球傳動成立於 2010 年，為台灣滾珠螺感、線性滑軌製造商，原料是向中鋼購買合金鋼、不銹鋼、高碳鋼等原材料進行加工，產品主要競爭對手為 2049 TT 上銀，產能為其 1/8，產品發展上，上銀已往整機、系統整合發展，全球傳動與日本 THK 發展方向相近，主要以自動化零件製造為主。截至 4Q18 產品組合：滾珠螺桿 51%、線性滑軌 38%、滾珠花鍵 7%、其他 4%。銷售區域：中國 67%、台灣 12%、其他亞洲 13%、歐洲 6%、其他 2%，主要收款以美元計價。產業比重：自動化 40%(如半導體自動化產線)、產業設備 30%(如半導體設備)、工具機 10%，其他 20%。上銀因為台中起家，所以工具機比重比較高，全球傳動客戶都在北部以自動化產線為主。

線軌、螺桿為精密線性傳動產業，具備技術密集及資本密集等條件，長久以來由日本、德國、美國及瑞士等先進工業國家所主導，如日本 6481 JP THK(世界第一大線軌製造商)、NSK、德國 Bosch Rexroth、INA、美國 THOMSON、瑞士 Schneeberger 及瑞典之 SKF 等，國內主要競爭對手為上銀、銀泰、1597 TT 直得等線性傳動元件製造商，其中上銀已躋身為世界前三大傳動元件廠商，而台灣滾珠螺桿、線性滑軌等相關零組件已具備世界級競爭力，滾珠螺桿之產值已列為全球第一，直得主要產品為線性馬達及微型滑軌，與其他廠商產品有所區隔，全球傳動主要產品與銀泰、THK 相似，產品多為標準品，可事先備貨且生產速度較快，可應付交期較短之訂單需求之優點。

線軌規格分為 14 以下微小型、15~54 的標準型、55 以上的大型線軌，規格越大售價越高，體積越小因製作較難毛利率越高，目前台灣微小型的領先者為直得，可做到 02 規格，日廠 THK 可做到 01 規格。傳統工具機為一支螺桿配 2~4 支線軌，市場對線軌需求較大，各廠生產比重也皆以線軌為大宗，然因多為標準品，各家可交互互使用，當景氣不佳時，跌價最嚴重為線軌產品。

滾珠螺桿精度分 C10~C1(C1 最高)，C10 以上稱為「精密級滾珠螺感」，目前台、日等上市櫃公司皆以生產精密級滾珠螺為主，製程則可分為轉造級、研磨級，轉造級為德國技術，擠壓成形，有製造速度快、價格便宜等優點，目前世界第一大轉造級生產商為德國 Star，精度可做到 C3 等級，亞洲第一大生產商為全球傳動，可做到 C5 等級，如果客戶需要 C5 以下就用轉造級(如一般行業之自動化需求)佔全球傳動出貨比重 90%；研磨級，日本技術，為工具機切削成型，優點：精度高、缺點：設備支出高、價格高、製造時間久，THK、NSK、上銀皆是研磨製程，全球傳動研磨出貨比重 10%，並只有 C5 以上的客戶會用研磨級。

滾珠花鍵，早期是日本 IKO 獨家生產，後來為了因應客戶需求開始投入研發，在 2019 年上銀在台北工具機展展出，目前呈現百家爭鳴的情況；旋轉式滾珠螺桿花鍵，毛利率最高的產品，需有螺桿跟花鍵的生產技術；2H18 公司推出新產品單軸機器人。

圖一、全球傳動產品多元，滿足客戶一站式購足需求

## 傳動工業 4.0 最佳選擇

滾珠螺桿

線性滑軌

滾珠花鍵

旋轉系列

單軸機器人

**傳動元件為機械的核心元件，機械沒有它就動不了**  
 藉由鋼珠在元件之間做無限滾動循環，使機械能輕易地以高精度作動

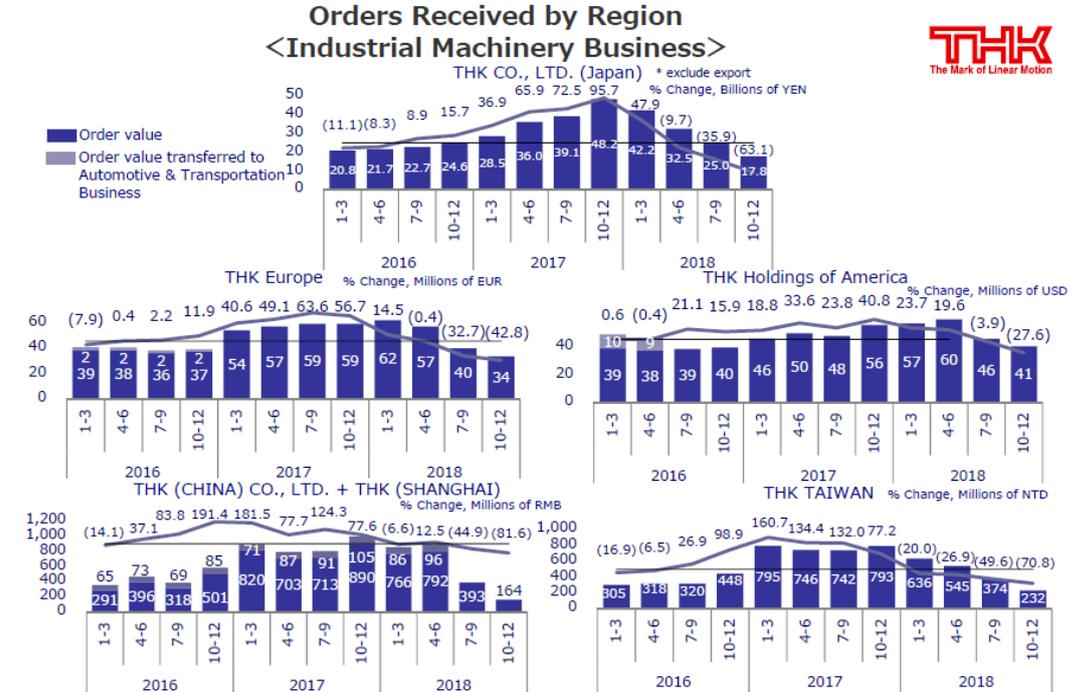
➔

應用範圍

- 自動化工業
- 工具機機械
- 產業級機械
- 機器人工業
- 醫療級工業
- 停車場設備
- 半導體工業
- 綠能設備
- 其他相關產業

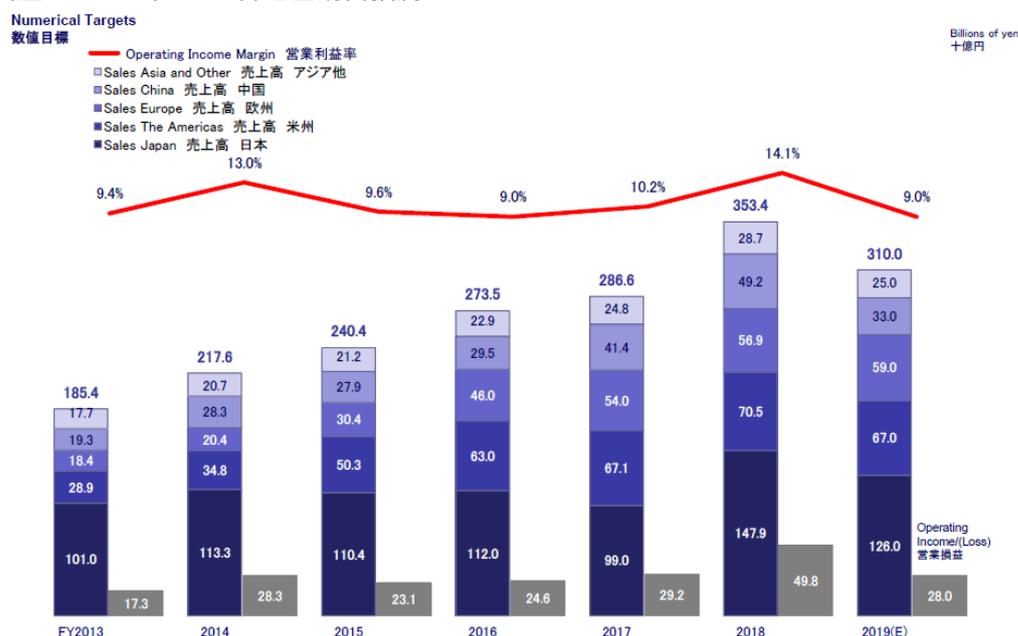
資料來源：全球傳動、日盛投顧彙整

圖二、THK 主要銷售地區之接單狀況



資料來源：THK、日盛投顧彙整

圖三、2019年THK各地區銷售預測



資料來源：THK

圖四、2019年THK獲利預測

**Financial Forecast (Consolidated)**

No year-on-year percentage change because the value is a reference value for an irregular account settlement which was recalculated from that of the fiscal year 2017 to that of January to December. (Millions of Yen)

	2019/12 Forecast	2018/12 Results (Percentage changes from the previous fiscal year are just for reference)	2017/12 Reference (Based on Jan-Dec.)
<b>Net Sales</b>	310,000	353,479	318,800
Y/Y	-12.3%	+10.9%	—
<b>Operating Income</b>	28,000	49,832	36,400
Y/Y	-43.8%	+36.9%	—
<b>Ordinary Income</b>	30,000	51,758	38,100
Y/Y	-42.0%	+35.8%	—
<b>Net Income Attributable to Owners of the Parent</b>	22,000	35,400	30,300
Y/Y	-37.9%	+16.8%	—

資料來源：THK

- ◆ 全球最大線軌廠THK於4Q18財報中顯示，來自全球各地區之自動化元件訂單持續逐季衰退，2019年財測也顯示獲利將步入衰退情況，然根據日本工具機協會(JMTBA)統計，來自中國的工具機接單金額於11/2018落底後，已連續2個月呈現月增的情況，且THK、上銀在4Q18降價後，目前價格已經回穩，顯示產業景氣已有落底跡象，全球傳動1~2/2019因客戶拉貨意願尚未恢復，營收3.2億元(YoY-28%)，達成率46%，嚴重低於預期，然3/2019開始中國地區自動化訂單增加，因客戶在手庫存水位非常低，主

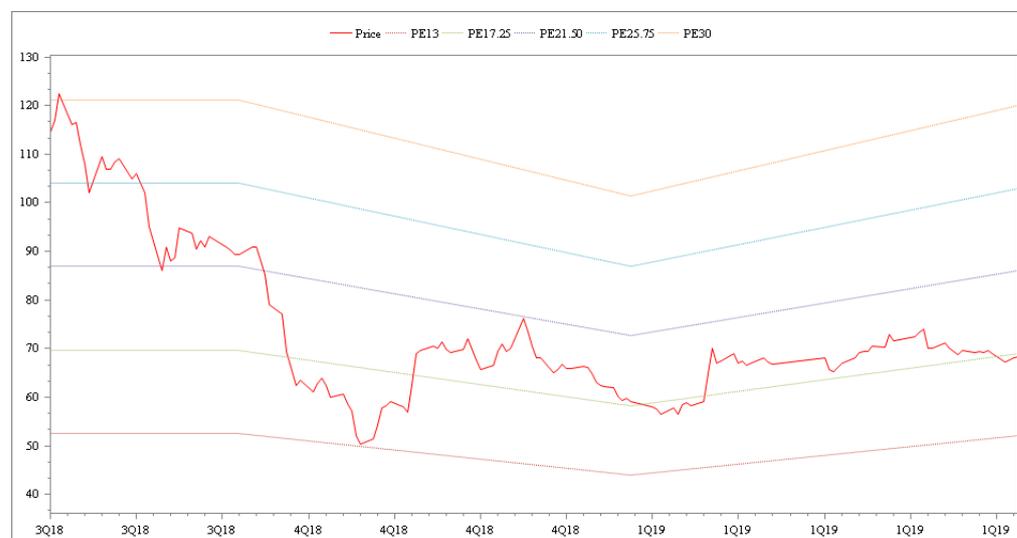
2019年3月29日

要為急單形式，代表將於未來3個月內出貨，目前在手訂單8~9億元，預期2Q19每月營收可維持2億元水準，且新產品微型線軌、旋轉式滾珠螺桿花鍵、單軸機器人等機台已就緒，新產品客戶接受度頗高，將於4/2019放量出貨，公司預期2019年可佔營收20%，因此為高毛利率產品，待2Q、3Q19工具機產業旺季到來獲利可逐季走高。

◆ 工具機景氣已觸底，且中國人力成本提升自動化需求成長趨勢不變

受中美貿易戰影響，預估2019年營收28.5億元(YoY-16.7%)，因降價和稼動率下降，預期毛利率31%(YoY-3.9ppts)，營業利益4.85億元(YoY-37%)，稅後淨利3.9億元(YoY-38%)，稅後EPS 4元，目前PER 17倍，位於同業PER 9倍~26倍中緣，考量(1)新產品放量和產業旺季到來，獲利將逐季走高，(2)日本工具機接單金額連續2個月提升，線軌螺桿報價回穩，產業循環落底跡象已現，(3)中國人力成本提升自動化需求成長趨勢不變，(4)2018年配發3.6元現金股利，殖利率5.3%，股價具下檔保護，給予買進評等，目標價80元(2019年EPS\*20倍)。

### 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
20190329	買進	80.0
20181127	持有	72.2
20180815	未評等	

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年3月29日

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	2,709	3,418	2,847	800	746	975	891	806	550	683	775	839
營業毛利	675	1,198	886	262	250	381	360	206	133	196	256	301
營業費用	332	429	401	100	84	119	129	96	80	103	108	110
營業利益	343	769	485	163	166	261	231	110	53	93	148	191
營業外收支	-76	16	4	-15	-19	29	-2	8	1	1	1	1
稅前純益	267	785	489	147	147	290	229	118	54	94	149	192
稅後純益	213	622	387	121	120	225	183	93	43	71	120	154
最新股本	967	967	967	967	967	967	967	967	967	967	967	967
稅後 EPS (元)	2.21	6.43	4.00	1.26	1.24	2.32	1.90	0.97	0.44	0.73	1.24	1.59
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	24.9	35.03	31.13	32.79	33.55	39.03	40.44	25.6	24.1	28.72	33.1	35.9
營業利益率	12.67	22.49	17.05	20.33	22.29	26.8	25.92	13.68	9.56	13.66	19.16	22.78
稅前純益率	9.85	22.96	17.19	18.44	19.75	29.78	25.73	14.63	9.74	13.81	19.29	22.9
稅後純益率	7.88	18.18	13.59	15.17	16.1	23.03	20.58	11.59	7.79	10.36	15.43	18.32
<b>YoY(%)</b>												
營收	55.23	26.16	-16.72	--	54.53	48.07	16	0.76	-26.21	-29.94	-13.08	4.05
營業利益	277.34	124.03	-36.87	--	622.26	374.15	125.35	-32.21	-68.35	-64.29	-35.76	73.33
稅前純益	388.64	194.19	-37.65	--	--	510.81	143.34	-20.07	-63.6	-67.51	-34.85	62.91
稅後純益	361.41	191.16	-37.77	--	--	575.12	136.16	-23.02	-64.27	-68.49	-34.85	64.45
<b>QoQ(%)</b>												
營收				4.1	--	30.79	-8.64	-9.57	-31.7	24.17	13.34	8.25
營業利益				58.58	--	57.25	-11.65	-52.29	-52.25	77.43	58.92	28.72
稅前純益				56.48	--	97.18	-21.06	-48.6	-54.5	75.98	58.3	28.53
稅後純益				56.21	--	87.04	-18.33	-49.08	-54.07	64.98	68.85	28.53

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	1,738	3,473	3,473
現金及約當現金	326	878	878
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	737	1,232	1,232
非流動資產	2,196	2,340	2,340
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,079	2,194	2,194
無形資產	7	8	8
<b>資產總計</b>	<b>3,934</b>	<b>5,812</b>	<b>5,812</b>
流動負債	1,036	1,186	1,186
短期借款	21	0	0
非流動負債	1,178	1,110	1,110
<b>負債總計</b>	<b>2,214</b>	<b>2,296</b>	<b>2,296</b>
股本	853	967	967
普通股股本	853	967	967
資本公積	538	1,694	1,694
保留盈餘	330	849	849
庫藏股票	--	--	--
<b>股東權益</b>	<b>1,720</b>	<b>3,516</b>	<b>3,516</b>
每股淨值(元)	20.17	36.37	36.37
流動比率(%)	167.76	292.76	292.76
速動比率(%)	95.52	187.75	187.75
應收帳款週轉率(%)	3.93	4.13	0.84
負債比率(%)	56.27	39.51	39.51
稅後股東權益報酬率(%)	13.13	23.74	2.69

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	267	785	785
折舊及攤提費用	192	208	208
利息費用	26	23	23
股利收入	0	-1	-1
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	3	1	1
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	50	-313	-313
存貨增減	-60	-495	-495
應付帳款增減	152	52	52
<b>營業活動現金流量</b>	<b>806</b>	<b>120</b>	<b>120</b>
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	-355	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-273	-213	-213
處分不動產、廠房及設備	1	0	0
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-335</b>	<b>-696</b>	<b>-696</b>
短期借款增減	-225	-21	-21
長期借款增減	-48	-19	-19
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	0	1,270	1,270
發放現金股利	-26	-102	-102
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-298</b>	<b>1,128</b>	<b>1,128</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>173</b>	<b>552</b>	<b>552</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年3月29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