

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6654 TT	持有	天正國際的投資評等為持有，目標價81元，潛在漲幅10.3%，主要理由如下：
天正國際	目標價 81	(1) 主要業務營收展望保守； (2) 反映成本於客戶端，毛利率提升，自動化設備展望相對樂觀，有利產品組合。

研究員 傅河翰
 absz1009@jsun.com

重點摘要

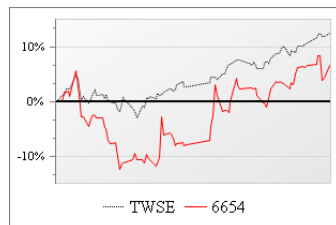
近期投資評等

日期	評等
04/16/2019	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(04/15/2019)	73.40
股本(百萬元)	315
總市值(億元)	23.1
每股淨值(元)	28.63
外資持股比(%)	0.92
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	173
融資餘額(04/15/2019)	N.A

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **電阻/電容測包機為主要營收來源：**天正國際主要業務為生產精密自動化設備，產品包括：電阻/電容測試包裝機，LED分選/包裝機，雷射鑽孔機等，2018年營收比重：電阻測包機 62.67%，電容測包機 14.88%，電感測包機 3.08%，其他自動化設備 15.62%，零件 4.75%，其中被動元件設備客戶涵蓋：國巨集團，華新科集團，風華高科，太陽誘電，三星，TDK等。
- ◆ **被動元件應用設備展望保守：**受惠 2018 年整體被動元件市場供不應求，各廠積極擴產，帶動電阻與電容設備需求的增加，2018 年電阻測包機與電容測包機營收YoY分別為 +56.7%與 136.8%，呈現大幅成長，展望 2019 年被動元件供需反轉，產業鏈調整庫存，使得天正被動元件相關設備接單狀況轉趨保守。
- ◆ **自動化設備展望相對樂觀：**自動化設備包括：半導體，LED與二極體等應用，在LED相關設備出貨帶動下，2018 年自動化設備營收YoY+264.9%，2019 年預估自動化設備應用可持續持長，其中半導體設備選擇先與通路商合作，半導體設備目前仍有待客戶認證，預估 2019 年貢獻有限，另外自動化設備毛利率優於被動元件設備，自動化設備比重提升有利公司毛利率提升。
- ◆ **反映成本於客戶，毛利率提升：**2017 年機台設備的零組件從原本採用台製的，改採成日本製，使得材料成本墊高，導致公司 2Q17-1Q18 整體毛利率表現不佳，然 2018 年隨著材料成本逐漸反映給客戶，4Q18 整體毛利率已回升至 40.97%，1Q19 受到過年期間成本較高，預估毛利率QoQ將呈現下滑，2H19 為出貨旺季可望帶動毛利率再度提升。

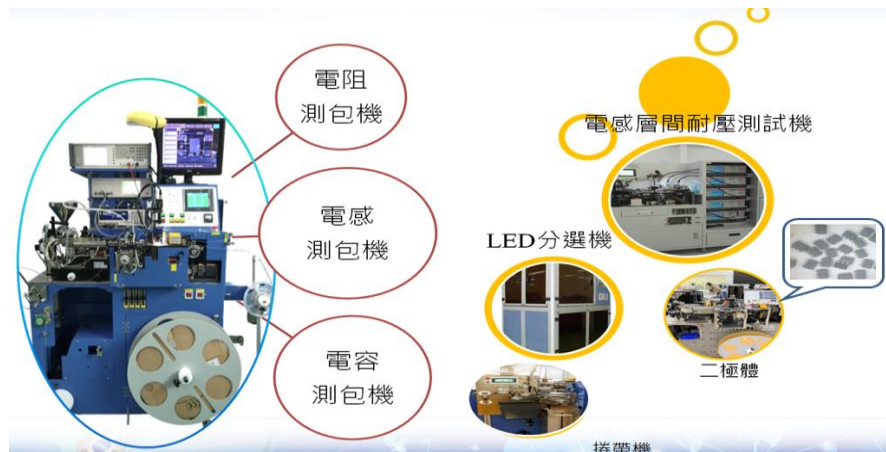
單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	1,218	1,037	405	298	158	202	387	290
營業毛利	437	420	152	122	59	80	161	120
營業利益	341	322	130	90	38	58	138	89
稅後純益	257	256	92	73	32	46	107	71
稅後 EPS (元)	8.15	8.13	2.90	2.30	1.02	1.47	3.40	2.24
毛利率(%)	35.87	40.49	37.47	40.97	37.12	39.54	41.52	41.6
營業利益率(%)	27.99	31.07	32.12	30.41	24.27	28.54	35.52	30.6
稅後純益率(%)	21.09	24.7	22.62	24.41	20.3	22.91	27.71	24.34
營業收入 YoY/QoQ (%)	81.76	-14.85	24.55	-26.46	-46.78	27.51	91.74	-25.18
營業利益 YoY/QoQ (%)	187.58	-5.48	45.47	-30.37	-57.53	49.95	138.64	-35.54
稅後純益 YoY/QoQ (%)	162.27	-0.25	39.9	-20.64	-55.75	43.9	131.96	-34.27

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ 公司簡介：

天正國際主要業務為生產精密自動化設備，產品包括：電阻/電容測試包裝機，LED 分選/包裝機，雷射鑽孔機等，終端應用於被動元件，LED 等市場，2017-2018 年開始研發半導體測試包裝機及二極體測試機，生產基地位於：台灣 (研發中心)與大陸東莞 (量產機為主)，2018 年營收比重：電阻測包機 62.67%，電容測包機 14.88%，電感測包機 3.08%，其他自動化設備 15.62%，零件 4.75%。

圖一、天正國際主要產品



資料來源：天正國際

◆ 2019 年被動元件應用設備展望保守：

電阻與電容的測包設備為公司目前主要的營收來源，客戶涵蓋：國巨集團，華新科集團，風華高科，太陽誘電，三星，TDK 等，產品主要應用於 0402 以上的尺寸的規格，受惠 2018 年整體被動元件市場供不應求，各廠積極擴產也帶動電阻與電容設備需求的增加，2018 年電阻測包機與電容測包機營收 YoY 分別為 +56.7%與 136.8%，呈現大幅成長，展望 2019 年被動元件供需反轉，產業鏈調整庫存，使得天正被動元件相關設備接單狀況轉趨保守，預估被動元件應用營收佔比降至 50%以下，策略上公司將持續提升機台效能，增加自身產品的競爭力。

◆ 自動化設備展望相對樂觀：

自動化設備被包括：半導體，LED 與二極體等應用，2017 年自動化設備佔營收比重 7.78%，在 LED 相關設備出貨帶動下，2018 年自動化設備佔營收比重 15.62%，營收 YoY+264.9%，2019 年預估自動化設備應用可持續持長，其中半導體設備選擇先與通路商合作，目前仍有待客戶認證，預估 2019 年仍未有貢獻，LED 則朝 Mini LED 市場發展，預估 2019 年自動化設備營收占比可達 20%-35%，另外自動化設備毛利率優於被動元件設備，自動化設備比重提升有利公司毛利率提升。

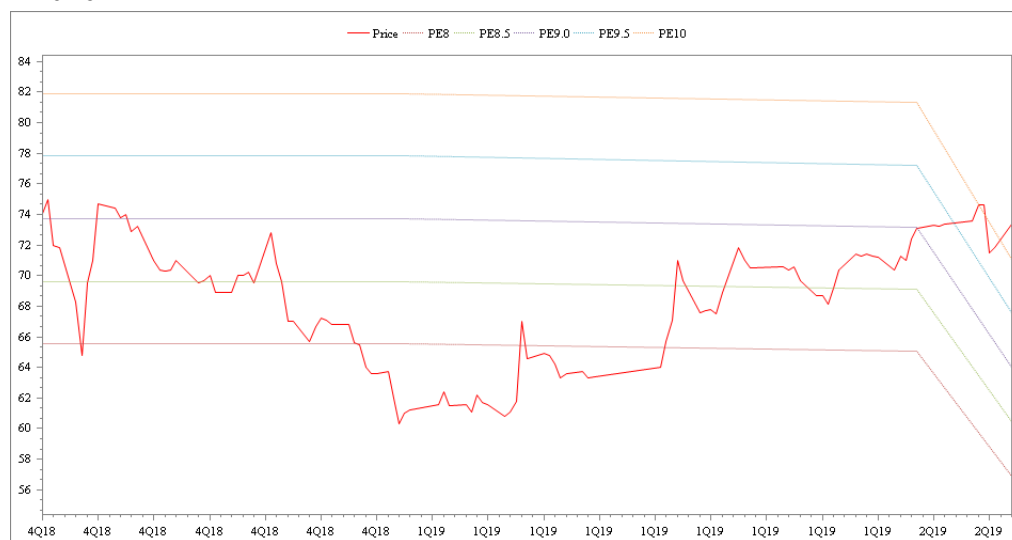
◆ 反映成本於客戶，毛利率提升：

然在毛利率部分，由於 2017 年天正將機台設備的零組件從原本採用台製的改採成日

2019年4月16日

本製，使得材料成本墊高，但尚未反映成本給客戶，導致公司 2Q17-1Q18 整體毛利率表現不佳，然 2018 年隨著材料成本逐漸反映給客戶，4Q18 整體毛利率已回升至 40.97%，1Q19 受到過年期間成本較高，預估毛利率 QoQ 將呈現下滑，2H19 為出貨旺季可望帶動毛利率再度提升。

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
20190416	持有	81.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

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	670	1,218	1,037	214	191	325	405	298	158	202	387	290
營業毛利	185	437	420	51	49	114	152	122	59	80	161	120
營業費用	67	96	98	22	18	25	22	31	20	22	23	32
營業利益	119	341	322	29	31	89	130	90	38	58	138	89
營業外收支	3	-1	15	2	5	1	-12	4	4	3	4	4
稅前純益	122	340	337	31	36	91	118	95	42	61	141	93
稅後純益	98	257	256	25	27	65	92	73	32	46	107	71
最新股本	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315
稅後 EPS (元)	3.11	8.15	8.13	0.80	0.86	2.08	2.90	2.30	1.02	1.47	3.40	2.24
經營效率(%)												
毛利率	27.63	35.87	40.49	24.07	25.83	35.11	37.47	40.97	37.12	39.54	41.52	41.6
營業利益率	17.69	27.99	31.07	13.66	16.28	27.5	32.12	30.41	24.27	28.54	35.52	30.6
稅前純益率	18.21	27.88	32.5	14.64	19.11	27.89	29.14	31.79	26.71	30.14	36.46	32.03
稅後純益率	14.61	21.09	24.7	11.78	14.27	20.14	22.62	24.41	20.3	22.91	27.71	24.34
YoY(%)												
營收	119.85	81.76	-14.85	--	173.15	121.62	68.81	39.1	-17.03	-37.85	-4.32	-2.65
營業利益	63.44	187.58	-5.48	--	123.76	333.65	137.08	209.63	23.67	-35.5	5.8	-2.05
稅前純益	82.14	178.32	-0.74	--	559.17	267.89	94.77	202.11	15.94	-32.84	19.71	-1.91
稅後純益	80.19	162.27	-0.25	--	458.04	252.43	85.73	188.25	17.99	-29.3	17.22	-2.92
QoQ(%)												
營收				-10.76	-10.78	70.22	24.55	-26.46	-46.78	27.51	91.74	-25.18
營業利益				-46.69	6.33	187.51	45.47	-30.37	-57.53	49.95	138.64	-35.54
稅前純益				-48.29	16.49	148.43	30.14	-19.79	-55.29	43.9	131.97	-34.27
稅後純益				-48.86	8.1	140.17	39.9	-20.64	-55.75	43.9	131.96	-34.27

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	675	1,149	1,149
現金及約當現金	136	462	462
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	185	133	133
非流動資產	318	318	318
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	151	146	146
無形資產	0	0	0
資產總計	994	1,467	1,467
流動負債	503	474	474
短期借款	179	30	30
非流動負債	107	91	91
負債總計	610	566	566
股本	236	315	315
普通股股本	236	315	315
資本公積	35	282	282
保留盈餘	118	315	315
庫藏股票	--	--	--
股東權益	384	902	902
每股淨值(元)	16.25	28.61	28.61
流動比率(%)	134.28	242.29	242.29
速動比率(%)	97.03	213.99	213.99
應收帳款週轉率(%)	3.39	2.87	0.55
負債比率(%)	61.39	38.54	38.54
稅後股東權益報酬率(%)	27.67	39.95	9.99

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	122	340	340
折舊及攤提費用	19	17	17
利息費用	4	4	4
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	-155	-270	-270
存貨增減	2	50	50
應付帳款增減	65	35	35
營業活動現金流量	113	198	198
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	-5	-12	-12
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-46	42	42
短期借款增減	92	-149	-149
長期借款增減	-27	-26	-26
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	0	271	271
發放現金股利	-43	-24	-24
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	22	84	84
淨現金流量	89	326	326

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年4月16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