

| 公司名稱           | 投資評等                 | 結論及投資建議   |
|----------------|----------------------|---|
| 8114 TT<br>振樺電 | 持有<br><br>目標價<br>116 | 振樺電的投資評等為持有，目標價為116元，潛在漲幅8.4%，雖2018年營收受惠新併購瑞傳合併綜效而創新高但淨利表現則受KIOSK產品毛利率下降影響壓抑，公司預期2H19業績將可受惠POS/KIOSK/IPC等集團OBM/DMS營運併購整合綜效提升而較1H19改善增長。 |

研究員 陳有裕  
 waynechen@jsun.com

重點摘要

近期投資評等

|            |       |
|------------|-------|
| 04/16/2019 | 持有/中立 |
| 07/19/2018 | 持有/中立 |
| 05/26/2017 | 持有/中立 |

公司基本資料

|                    |        |
|--------------------|--------|
| 收盤價(元)(04/15/2019) | 107.00 |
| 股本(百萬元)            | 749    |
| 總市值(億元)            | 80.1   |
| 每股淨值(元)            | 39.77  |
| 外資持股比(%)           | 4.74   |
| 投信持股比(%)           | 0.36   |
| 近20日均量(張)          | 151    |
| 融資餘額(04/15/2019)   | 807    |

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **振樺電 4Q18 稅後淨利為 0.78 億元(YoY-62.7%·QoQ-75.7%)表現不如預期**：4Q18 合併營收為 26.75 億元(YoY+23.5%·QoQ+8.6%)創下歷史新高，4Q18 營收成長主要受惠 POS/KIOSK/IPC 等年終專案 OBM/DMS 訂單入帳綜效，4Q18 毛利率為 31.8%(3Q18 為 32.3%)，4Q18 營益率為 5.8%(3Q18 為 7.5%)；公司 2018 年稅後淨利為 7.5 億元(YoY+4.3%)創下歷史新高，2018 年稅後 EPS 為 8.52 元，公司 2018 年合併營收為 98.26 億元(YoY+73.2%)創下歷史新高主要受惠振樺電/KIOSK/瑞傳的三合一集團併購綜效而成長，雖 2018 年毛利率為 32.4%(2017 年為 38.2%)主要受新併購瑞傳(因 IPC DMS 毛利率較振樺電 POS OBM 低)以及 KIOSK 毛利率下降等因素影響而下滑，但 2018 年業外淨收益貢獻約 2.15 億元，公司 2018 年產品別營收結構：POS 佔 33%、KIOSK 佔 16%、IPC 佔 51%；振樺電 2019 年將配發現金股利 6.2 元。
- ◆ **預估振樺電2019年合併營收為108.47億元(YoY+10.4%)**：振樺電1Q19合併營收為 22.92 億元(YoY+2.5%·QoQ-14.3%)主要仍受 POS/KIOSK/IPC 等 OBM/DMS 淡季效應以及中國農曆年假期等因素影響而較 4Q18 下滑，公司預期 2019 年 POS 及 KIOSK 產品營收都可望成長約 YoY+7%~10%，而 2019 年 IPC 產品營收則可望成長 YoY+10%~15%，公司預期 2Q19 及 2H19 營收將會受惠 POS/KIOSK/IPC 等服務型物聯網應用專案 OBM/DMS 新訂單陸續挹注而較 1Q19 淡季改善增長，公司 2019 年也將持續進行振樺電/KIOSK/瑞傳的營運整合(採購/生產/行銷)，預期 2H19 集團整合綜效將會逐漸改善提高，公司預期 2019 年毛利率將可望改善提高到約 33%~34% 區間，預估 2019 年稅後淨利為 6.16 億元(YoY-17.8%，雖 2019 年營業利益回復成長，但因 2018 年認列資產處分利益也墊高淨利基期)，2019 年稅後 EPS 為 7.26 元(以 2019 PER 16 倍評價目標價為 116 元)，持有評等，但國際政經貿易變數後續發展影響則仍有待觀察。

| 單位:百萬元          | 2018  | 2019F  | 3Q18   | 4Q18   | 1Q19F  | 2Q19F  | 3Q19F | 4Q19F |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 營業收入淨額          | 9,826 | 10,847 | 2,463  | 2,675  | 2,292  | 2,716  | 2,776 | 3,063 |
| 營業毛利            | 3,186 | 3,616  | 796    | 850    | 746    | 903    | 930   | 1,038 |
| 營業利益            | 707   | 1,004  | 184    | 156    | 127    | 251    | 277   | 349   |
| 稅後純益            | 750   | 616    | 323    | 78     | 58     | 150    | 175   | 233   |
| 稅後 EPS(元)       | 8.52  | 7.26   | 3.40   | 1.10   | 0.91   | 1.78   | 2.01  | 2.56  |
| 毛利率(%)          | 32.43 | 33.34  | 32.33  | 31.77  | 32.55  | 33.24  | 33.49 | 33.88 |
| 營業利益率(%)        | 7.2   | 9.26   | 7.46   | 5.82   | 5.55   | 9.24   | 9.99  | 11.38 |
| 稅後純益率(%)        | 7.63  | 5.68   | 13.1   | 2.93   | 2.53   | 5.53   | 6.31  | 7.61  |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | 73.19 | 10.39  | 0.47   | 8.6    | -14.32 | 18.52  | 2.19  | 10.34 |
| 營業利益 YoY/QoQ(%) | -5.38 | 41.92  | -10.17 | -15.31 | -18.31 | 97.42  | 10.58 | 25.62 |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | 4.29  | -17.82 | 70.11  | -75.72 | -26.02 | 159.04 | 16.64 | 33.16 |

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

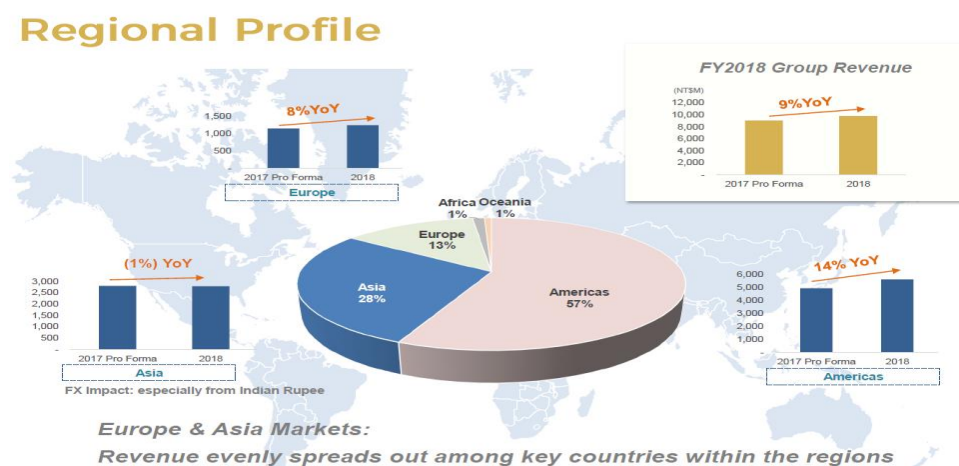
◆ **振樺電 4Q18 稅後淨利為 0.78 億元(QoQ-75.7%):**

振樺電 4Q18 稅後淨利為 0.78 億元(YoY-62.7% · QoQ-75.7%)表現不如預期 · 4Q18 合併營收為 26.75 億元(YoY+23.5% · QoQ+8.6%)創下歷史新高 · 振樺電(POS/KIOSK OBM 廠)與瑞傳(IPC ODM 廠)自 10/2017 起開始合併 · 4Q18 營收成長主要受惠 POS/KIOSK/IPC 等年終專案 OBM/DMS 訂單入帳綜效 · 4Q18 毛利率為 31.8%(3Q18 為 32.3%) · 4Q18 營益率為 5.8%(3Q18 為 7.5%) · 4Q18 營業利益為 1.56 億元(QoQ-15.3% · YoY-23.4%)主要受美國 KIOSK 子公司認列一次性呆帳損失以及營收規模經濟效益減少等因素影響而下滑。

◆ **振樺電 2018 年稅後淨利為 7.5 億元(YoY+4.3%):**

振樺電 2018 年稅後淨利為 7.5 億元(YoY+4.3%)創下歷史新高 · 2018 年稅後 EPS 為 8.52 元(考量公司甲種特別股 IFRS 準則來估算) · 2018 年合併營收為 98.26 億元(YoY+73.2%)也創下歷史新高主要受惠振樺電/KIOSK/瑞傳的三合一集團併購後營收合併綜效而成長 · 2018 年毛利率為 32.4%(2017 年為 38.2%)主要受新併購瑞傳(因 IPC DMS 毛利率較振樺電 POS OBM 低)以及 KIOSK 毛利率下降等因素影響而下滑 · 2018 年營益率為 7.2%(2017 年為 13.2%) · 2018 年營業利益為 7.07 億元(YoY-5.4%) · 2018 年業外淨收益為 2.15 億元(其中振樺電五股一廠資產處份利益約貢獻 2.9 億元) · 公司 2018 年產品別營收結構：POS(振樺電)佔 33%(YoY+7%) · KIOSK(美國 KIOSK)佔 16%(YoY+5%) · IPC(瑞傳)佔 51%(YoY+11%) · 公司 2018 年市場別營收結構：美國佔 57% · 亞洲佔 28% · 歐洲佔 13% · 其他佔 2%；振樺電 2019 年計畫將配發現金股利 6.2 元。

圖一、振樺電 2018 年市場別營收結構



資料來源：振樺電 · 日盛投顧整理

◆ **預估振樺電 2019 年合併營收為 108.47 億元(YoY+10.4%):**

振樺電 1Q19 合併營收為 22.92 億元(YoY+2.5% · QoQ-14.3%)主要仍受 POS/KIOSK/IPC 等 OBM/DMS 淡季效應以及中國農曆年假期等因素影響而較 4Q18 下滑 · 公司預期 2019 年 POS 及 KIOSK 產品營收都可望成長約 YoY+7%~10% · 而

2019 年 4 月 16 日

2019 年 IPC 產品營收則可望成長 YoY+10%~15%。公司預期 2Q19 及 2H19 營收將會受惠 POS/KIOSK/IPC 等服務型物聯網應用專案 OBM/DMS 新訂單陸續挹注而較 1Q19 淡季改善增長。公司預期 2019 年營收可望成長 YoY+10%以上。日盛預估振樺電 2019 年合併營收為 108.47 億元(YoY+10.4%)。2019 年稅後淨利為 6.16 億元(YoY-17.8%)。雖 2019 年營業利益回復成長。但因 2018 年認列資產處分利益也墊高淨利基期。2019 年稅後 EPS 為 7.26 元(考量公司甲種特別股 IFRS 準則來估算。並以 2019 PER 16 倍評價目標價為 116 元)。持有評等；但國際政經貿易變數後續發展對公司 POS/KIOSK/IPC 訂單需求的影響則仍有待觀察。

圖二、振樺電 POS/IPC 產品布局

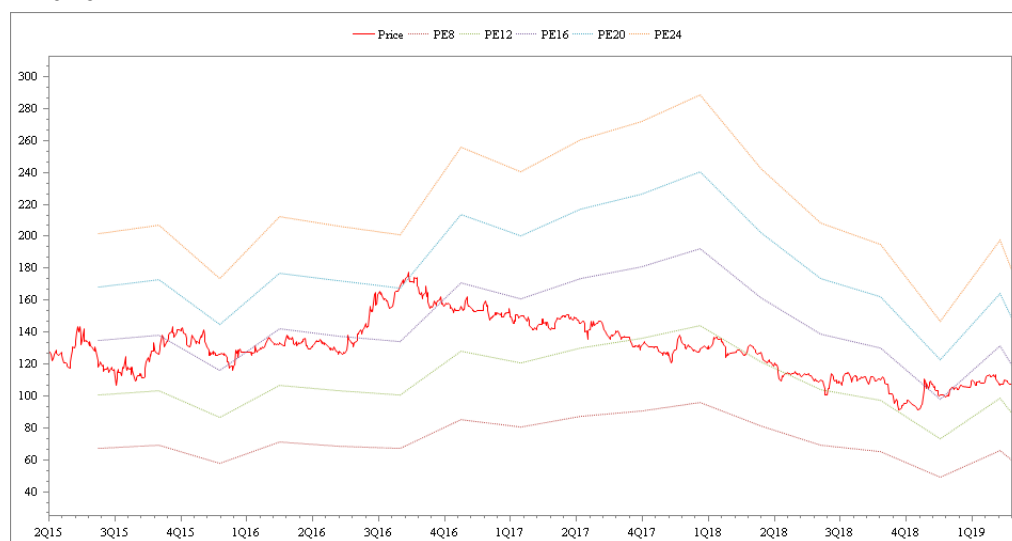
## Serviced IoT 服務型物聯網基礎建設



資料來源：振樺電，日盛投顧整理

振樺電母公司為全球 Top 5 POS 品牌廠商(2018 年產品毛利率約 30%~45%)。KIOSK 為全球 Top 3 KIOSK 生產廠商(2018 年產品毛利率約 35%~40%)。而瑞傳為 IPC DMS 廠商(如雲端/通訊/網安/工廠自動化等 IPC。以及醫療 PPC(瑞仁生醫)與博弈機(瑞豐彩富)等新業務。2018 年產品毛利率約 30%~35%)。公司 2019 年也將持續振樺電/KIOSK/瑞傳的營運整合(集團聯合採購及生產/內部產品規格整合/跨地區行銷合作)以降低生產成本/開發服務業及工業新應用市場/多樣化產品組合解決方案(POS/KIOSK/IPC)等預期 2H19 集團整合綜效將會更佳。公司模組化 KIOSK 新產品(生產成本及性價比較佳具市場競爭力)將在 2Q19 正式上市出貨(預期 2H19 營收貢獻將會提高)。公司預期 2019 年毛利率將可望改善提高到約 33%~34%區間。而 2019 年也會適度控管集團營業費用來改善提高營益率；此外因振樺電 POS(土城廠區)及 IPC(樹林廠區)生產基地都在台灣。目前公司受美中貿易衝突提高關稅的影響不大且 2019 年也有機會爭取 POS/KIOSK/IPC 等 OBM/DMS 客戶出口美國市場的轉單生產新商機。

### 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   | 116.0 |
| 20130712 | 中立   |       |
| 20170526 | 持有   | 182.0 |

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年4月16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         | 5,673 | 9,826 | 10,847 | 2,167  | 2,236  | 2,452 | 2,463  | 2,675  | 2,292  | 2,716  | 2,776  | 3,063  |
| 營業毛利           | 2,168 | 3,186 | 3,616  | 740    | 747    | 793   | 796    | 850    | 746    | 903    | 930    | 1,038  |
| 營業費用           | 1,421 | 2,479 | 2,612  | 537    | 584    | 588   | 613    | 694    | 619    | 652    | 652    | 689    |
| 營業利益           | 748   | 707   | 1,004  | 203    | 164    | 205   | 184    | 156    | 127    | 251    | 277    | 349    |
| 營業外收支          | 157   | 215   | -218   | 84     | 26     | 46    | 186    | -43    | -53    | -54    | -55    | -56    |
| 稅前純益           | 905   | 923   | 786    | 287    | 190    | 251   | 369    | 113    | 74     | 197    | 222    | 293    |
| 稅後純益           | 719   | 750   | 616    | 210    | 159    | 190   | 323    | 78     | 58     | 150    | 175    | 233    |
| 最新股本           | 749   | 749   | 749    | 749    | 749    | 749   | 749    | 749    | 749    | 749    | 749    | 749    |
| 稅後 EPS (元)     | 8.00  | 8.52  | 7.26   | 2.34   | 1.87   | 2.15  | 3.40   | 1.10   | 0.91   | 1.78   | 2.01   | 2.56   |
| <b>經營效率(%)</b> |       |       |        |        |        |       |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率            | 38.22 | 32.43 | 33.34  | 34.17  | 33.42  | 32.35 | 32.33  | 31.77  | 32.55  | 33.24  | 33.49  | 33.88  |
| 營業利益率          | 13.18 | 7.2   | 9.26   | 9.38   | 7.32   | 8.34  | 7.46   | 5.82   | 5.55   | 9.24   | 9.99   | 11.38  |
| 稅前純益率          | 15.94 | 9.39  | 7.25   | 13.24  | 8.48   | 10.23 | 14.99  | 4.22   | 3.23   | 7.25   | 8.01   | 9.55   |
| 稅後純益率          | 12.67 | 7.63  | 5.68   | 9.69   | 7.13   | 7.73  | 13.1   | 2.93   | 2.53   | 5.53   | 6.31   | 7.61   |
| <b>YoY(%)</b>  |       |       |        |        |        |       |        |        |        |        |        |        |
| 營收             | 49.6  | 73.19 | 10.39  | 61.84  | 101.87 | 100.9 | 108.93 | 23.47  | 2.5    | 10.8   | 12.7   | 14.5   |
| 營業利益           | -2.91 | -5.38 | 41.92  | -8.14  | -11.6  | -1.74 | 21.46  | -23.43 | -22.34 | 22.69  | 51.02  | 124.02 |
| 稅前純益           | 32.17 | 2.01  | -14.82 | 46.07  | 51.95  | 30.1  | 23.05  | -60.61 | -60.93 | -21.52 | -39.75 | 158.91 |
| 稅後純益           | 10.69 | 4.29  | -17.82 | -20.76 | 75.52  | 24.4  | 21.31  | -62.68 | -63.65 | -20.84 | -45.72 | 197.64 |
| <b>QoQ(%)</b>  |       |       |        |        |        |       |        |        |        |        |        |        |
| 營收             |       |       |        | 83.77  | 3.21   | 9.64  | 0.47   | 8.6    | -14.32 | 18.52  | 2.19   | 10.34  |
| 營業利益           |       |       |        | 34.33  | -19.46 | 24.97 | -10.17 | -15.31 | -18.31 | 97.42  | 10.58  | 25.62  |
| 稅前純益           |       |       |        | -4.41  | -33.89 | 32.3  | 47.17  | -69.4  | -34.43 | 165.76 | 12.97  | 31.51  |
| 稅後純益           |       |       |        | -21.06 | -24.06 | 18.95 | 70.11  | -75.72 | -26.02 | 159.04 | 16.64  | 33.16  |

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         | 6,066  | 5,610  | 5,610  |
| 現金及約當現金      | 2,390  | 1,760  | 1,760  |
| 公允價值衡量金融資產   | 0      | 0      | 0      |
| 備供出售金融資產     | --     | --     | --     |
| 以成本衡量之金融資產   | --     | --     | --     |
| 存貨           | 1,843  | 2,154  | 2,154  |
| 非流動資產        | 8,969  | 8,506  | 8,506  |
| 公允價值衡量金融資產   | 0      | 62     | 62     |
| 不動產、廠房及設備    | 4,650  | 4,271  | 4,271  |
| 無形資產         | 3,412  | 3,346  | 3,346  |
| 資產總計         | 15,035 | 14,116 | 14,116 |
| 流動負債         | 3,944  | 4,656  | 4,656  |
| 短期借款         | 1,614  | 977    | 977    |
| 非流動負債        | 7,815  | 6,333  | 6,333  |
| 負債總計         | 11,760 | 10,989 | 10,989 |
| 股本           | 749    | 749    | 749    |
| 普通股股本        | 749    | 749    | 749    |
| 資本公積         | 806    | 720    | 720    |
| 保留盈餘         | 1,322  | 1,602  | 1,602  |
| 庫藏股票         | --     | --     | --     |
| 股東權益         | 3,275  | 3,127  | 3,127  |
| 每股淨值(元)      | 36.41  | 39.76  | 39.76  |
| 流動比率(%)      | 153.78 | 120.51 | 120.51 |
| 速動比率(%)      | 105.03 | 72.17  | 72.17  |
| 應收帳款週轉率(%)   | 4.83   | 6.32   | 1.59   |
| 負債比率(%)      | 78.22  | 77.85  | 77.85  |
| 稅後股東權益報酬率(%) | 26.94  | 26.28  | 2.68   |

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   | 905    | 923    | 923    |
| 折舊及攤提費用      | 241    | 388    | 388    |
| 利息費用         | 146    | 291    | 291    |
| 股利收入         | 0      | -4     | -4     |
| 權益法認列關聯企業損益  | 3      | 1      | 1      |
| 處分不動產、廠房及設備  | 0      | -1     | -1     |
| 處分權益法之投資損益   | 0      | -30    | -30    |
| 未實現外幣兌換損益    | --     | --     | --     |
| 應收帳款增減       | -142   | -40    | -40    |
| 存貨增減         | -193   | -442   | -442   |
| 應付帳款增減       | 16     | 141    | 141    |
| 營業活動現金流量     | 408    | 662    | 662    |
| 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  | -1     | -3     | --     |
| 取得不動產、廠房及設備  | -260   | -133   | -133   |
| 處分不動產、廠房及設備  | 1      | 3      | 3      |
| 投資活動現金流量     | -3,138 | 333    | 333    |
| 短期借款增減       | 1,081  | -643   | -643   |
| 長期借款增減       | -20    | -476   | -476   |
| 公司債發行        | --     | --     | --     |
| 公司債償還        | -660   | 0      | 0      |
| 現金增資         | --     | --     | --     |
| 發放現金股利       | -584   | -586   | -586   |
| 庫藏股票增減       | 0      | 0      | --     |
| 籌資活動現金流量     | 4,398  | -1,713 | -1,713 |
| 淨現金流量        | 1,651  | -631   | -631   |

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%<br>近期股價將呈持平走勢<br>無法由基本面給予合理評等 |
| 買進轉中立 | 建議降低持股                                       |