

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1597 TT 直得	買進 目標價 116	直得的投資評等為買進，目標價116元，潛在漲幅16.3%，主要理由如下： (1) 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； (2) 2Q19客戶拉貨動能回溫，2H19日本客戶高毛利率微型線軌出貨，獲利將逐季走高。

研究員 徐培勳
 jtr1117barry@jsun.com

重點摘要

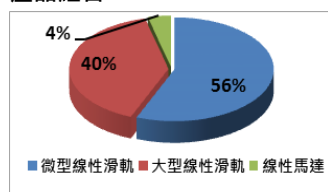
近期投資評等

04/22/2019	買進
01/22/2018	到價轉中立
01/15/2018	買進

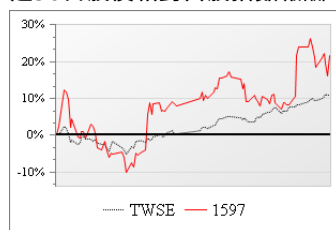
公司基本資料

收盤價(元)(04/19/2019)	99.70
股本(百萬元)	738
總市值(億元)	73.6
每股淨值(元)	26.23
外資持股比(%)	4.10
投信持股比(%)	0.43
近 20 日均量(張)	1,773
融資餘額(04/19/2019)	2,506

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **1Q19受農曆年節影響，中國客戶拉貨動能趨緩：**中美貿易戰後中國自動化設備、工具機等拉貨動能明顯衰退，間接影響台灣供應商出口銷量，1Q19又因農曆年節使中國、台灣地區拉貨動能更加趨緩，營收3.32億元(YoY-34%)，稼動率下降預估毛利率44%(YoY-3.6ppts)，稅後淨利0.54億元(YoY-46%)，稅後EPS 0.73元。
- ◆ **2Q19客戶拉貨動能回溫，2H19日本客戶高毛利率微型線軌出貨，獲利將逐季走高：**3/2019中國製造業PMI為50.5%從回擴張期，4/2019產業需求旺季到來，中國、日本客戶拉貨動能開始回溫，預期2Q19營收將逐月提升，其中日本經銷商已告知直得2019年除原先的大型滑軌單外，須開始供應高毛利率的微型線性滑軌給旗下半導體、生技醫療客戶，預計將於3Q19開始拉貨，屆時稼動率可從目前的60%提升至80%，獲利將有顯著提升。新產能方面，樹谷新廠一期，除了原先與德國廠商合作的自動化設備外，並開始生產螺桿，供給日本客戶使用，螺桿機台將於3Q19進駐試車，4Q19正式對外出貨，因螺桿毛利率優於大型線軌，預期公司獲利將逐季走高。
- ◆ **產業景氣已落底，自動化產業復甦趨勢明確，給予買進評等：**預估2019年營收18.61億元(YoY-10.5%)、毛利率45.8%(YoY-1.8ppts)，稅後淨利3.72億元(YoY-21.3%)，稅後EPS 5.04元，受中美貿易戰影響，中國、台灣客戶拉貨動能尚未恢復至貿易戰前水準，直得2019年獲利將呈現年減，然觀察日本工具機接單金額自11/2018落底後已連續2個月回升，3/2019中國製造業PMI已優於1/2019水準，預期接單金額將持續復甦，且台、日線軌龍頭降價行動已告一段落，景氣落底訊號明確，2Q~3Q19產業旺季到來，獲利將逐季成長，若後續中美貿易戰緩和，中國拉貨動能回升，直得獲利將有上修空間，故給予買進評等，目標價116元(2019年PES*PER 23倍)。

單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	2,079	1,861	585	405	332	448	526	554
營業毛利	988	852	266	196	147	201	243	261
營業利益	605	487	164	131	67	116	148	156
稅後純益	473	372	125	95	54	86	112	120
稅後 EPS(元)	6.40	5.04	1.70	1.29	0.73	1.17	1.52	1.63
毛利率(%)	47.54	45.79	45.46	48.43	44.23	44.95	46.14	47.07
營業利益率(%)	29.1	26.17	28.12	32.49	20.16	25.98	28.08	28.11
稅後純益率(%)	22.74	20	21.47	23.54	16.1	19.25	21.31	21.71
營業收入 YoY/QoQ(%)	39.69	-10.5	-0.04	-30.81	-17.84	34.87	17.39	5.27
營業利益 YoY/QoQ(%)	81.91	-19.5	-4.29	-20.07	-49.02	73.84	26.88	5.38
稅後純益 YoY/QoQ(%)	98.48	-21.27	-17.46	-24.14	-43.79	61.17	29.98	7.25

資料來源:CMoney、JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ 全台最大的微型滑軌製造商

直得科技為國內專業線性滑軌製造商，在中國、美國、德國設子公司，貨物交由當地子公司對該地區販售，國內外銷主要出日本、韓國、新加坡、土耳其等國，2018 年產品比重:微型滑軌 56%、大型滑軌 40%、線性馬達 4%；銷售地區:中國 29%、台灣內銷 20%、台灣外銷 25.6%(日本佔比最大)、歐洲 16.4%、美國 9%。

自動化需求與全球產業榮枯息息相關，尤其以日本工具機接單金額、中國製造業 PMI 和全球半導體資本支出是否成長為觀察指標，受中美貿易戰影響，中國工具機、自動化元件拉貨動能大幅下降，因台灣為中國主要供應商之一，2H18 也減緩對上游元件廠拉貨動能，其中大型線軌因各家規格通用，市場庫存明顯增加而陷入殺價搶市潮，6481 JP THK(世界第一大線軌製造商)和台廠線軌龍頭，於 4Q18~1/2019 分別開始對下游客戶降價，目前已在洽談可降至 2017 年前之起漲點，且交期由貿易戰之前 6~8 個月大幅下降至 1~2 個月，雖 3/2019 開始，中國拉貨動能稍微回溫，然整體需求能見度依然偏低，須待中美貿易戰有明確進展後，客戶方能重回過往拉貨動能。

微型線軌主要應用在半導體、面板、光學、醫療等高科技設備或製程之應用，製作難度高，毛利率遠高於大型線軌，此波線軌降價潮中，各家 4Q18 毛利率皆有 5%~10% 之衰退，然直得卻無任何降價之要求，整體毛利率較其他大型線軌廠穩定。

◆ 4Q18~1Q19 為公司獲利最淡季度

4Q18 營收 4.05 億元(QoQ-30.8%)，雖因年終獎金提列過多回沖 2000 萬元使費用金額低於原先預期，然稅後淨利 0.95 億元(QoQ-24%)，稅後 EPS 1.29 元。1Q19 因農曆年節使中國、台灣地區拉貨動能持續低迷，營收 3.32 億元(YoY-34%)，稼動率下降預估毛利率 44%(YoY-3.6ppts)，稅後淨利 0.54 億元(YoY-46%)，稅後 EPS 0.73 元。

◆ 2Q19 客戶拉貨動能回溫，2H19 日本客戶高毛利率微型線軌出貨，獲利將逐季走高

3/2019 中國製造業 PMI 為 50.5%從回擴張期，4/2019 產業需求旺季到來，中國、日本客戶拉貨動能開始回溫，預期 2Q19 營收將逐月提升，其中 2017 年接到的日本新經銷商客戶於 2017、2018 年要求直得供應大型線軌，因大型線軌單價較高，對公司營收有較顯著提升。2019 年直得被高知除原先的大型滑軌動單外，須開始供應高毛利率的微型線軌給旗下半導體、生技醫療客戶，預計將於 3Q19 開始拉貨，屆時單月營收將從回 1.7 億元水準，稼動率可從目前的 60%提升至 80%，獲利將有顯著提升。此外，日本客戶還要求須出具螺桿，目前外購的螺桿機台已驗證完成，預計將於 6/2019 進駐樹谷新廠一期，經過 2 個月試車後，9/2019 正式外賣，4Q19 將貢獻完整季度營收，2019 年直得獲利將逐季走高。

樹谷廠二期，已經取得建照，近期與建商簽約後即可開始打基樁，預計 2H20 完工。2021 開始投入生產。

◆ 產業景氣已落底，自動化產業復甦趨勢不變，給予買進評等

預估 2019 年營收 18.61 億元(YoY-10.5%)、毛利率 45.8%(YoY-1.8ppts)，稅後淨利 3.72 億元(YoY-21.3%)，稅後 EPS 5.04 元，受中美貿易戰影響，中國、台灣客戶拉貨動能尚未恢復至貿易戰前水準，直得 2019 年獲利將呈現年減，然觀察日本工具機接單金額自 11/2018 落底後已連續 2 個月回升，3/2019 中國製造業 PMI 已優於 1/2019 水準，預期接單金額將持續復甦，且台、日線軌龍頭降價行動已告一段落，景氣落底訊號明顯，後續中國拉貨動若能顯著提升，直得獲利將優於預期，評價尚有上修空間，故給予買進評等，目標價 116 元(2019 年 PES*PER 23 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
20190422	買進	116.0
20180123	中立	110.0
20180115	買進	110.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年4月22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	1,488	2,079	1,861	447	505	585	585	405	332	448	526	554
營業毛利	623	988	852	203	241	285	266	196	147	201	243	261
營業費用	290	383	365	83	104	113	101	65	80	85	95	105
營業利益	333	605	487	121	137	172	164	131	67	116	148	156
營業外收支	-32	5	-1	-14	-9	26	-7	-5	3	-1	-2	0
稅前純益	300	610	486	106	129	197	157	127	70	115	146	156
稅後純益	238	473	372	85	100	152	125	95	54	86	112	120
最新股本	738	738	738	738	738	738	738	738	738	738	738	738
稅後 EPS (元)	3.23	6.40	5.04	1.15	1.35	2.06	1.70	1.29	0.73	1.17	1.52	1.63
經營效率(%)												
毛利率	41.86	47.54	45.79	45.51	47.83	48.75	45.46	48.43	44.23	44.95	46.14	47.07
營業利益率	22.34	29.1	26.17	27.04	27.2	29.37	28.12	32.49	20.16	25.98	28.08	28.11
稅前純益率	20.17	29.33	26.14	23.82	25.5	33.74	26.87	31.31	20.92	25.66	27.68	28.2
稅後純益率	16	22.74	20	18.94	19.8	26	21.47	23.54	16.1	19.25	21.31	21.71
YoY(%)												
營收	51.47	39.69	-10.5	73.42	97.15	55.88	42.5	-9.44	-34.17	-23.37	-10.01	36.93
營業利益	167.44	81.91	-19.5	364.86	252.38	137.09	63.92	8.78	-51.21	-32.2	-10.13	18.49
稅前純益	184.73	103.2	-20.26	249.1	769.93	149.24	57.51	19.02	-46.01	-41.72	-7.3	23.31
稅後純益	178.29	98.48	-21.27	283.15	722.36	150.55	55.47	12.53	-46.46	-43.26	-10.66	26.31
QoQ(%)												
營收				8.87	13.02	15.85	-0.04	-30.81	-17.84	34.87	17.39	5.27
營業利益				20.44	13.66	25.11	-4.29	-20.07	-49.02	73.84	26.88	5.38
稅前純益				6.7	20.99	53.29	-20.41	-19.37	-45.12	65.47	26.6	7.25
稅後純益				4.82	18.15	52.09	-17.46	-24.14	-43.79	61.17	29.98	7.25

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	1,480	1,998	1,998
現金及約當現金	652	797	797
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	374	684	684
非流動資產	1,159	1,249	1,249
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	999	1,036	1,036
無形資產	123	125	125
資產總計	2,639	3,247	3,247
流動負債	664	774	774
短期借款	215	210	210
非流動負債	445	537	537
負債總計	1,109	1,312	1,312
股本	620	738	738
普通股股本	620	738	738
資本公積	463	441	441
保留盈餘	577	774	774
庫藏股票	-119	0	0
股東權益	1,530	1,936	1,936
每股淨值(元)	25.91	26.23	26.23
流動比率(%)	222.93	258.08	258.08
速動比率(%)	163.17	166.99	166.99
應收帳款週轉率(%)	3.77	4.49	0.73
負債比率(%)	42.03	40.39	40.39
稅後股東權益報酬率(%)	16.49	27.28	5.04

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	300	610	610
折舊及攤提費用	104	87	87
利息費用	12	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	-2	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	-74	-37	-37
存貨增減	-41	-306	-306
應付帳款增減	49	-23	-23
營業活動現金流量	407	322	322
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	-205	-64	-64
處分不動產、廠房及設備	3	1	1
投資活動現金流量	-274	-165	-165
短期借款增減	54	-6	-6
長期借款增減	53	58	58
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-59	-59	-59
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	21	-7	-7
淨現金流量	145	146	146

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年4月22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