

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4566 TT 時碩工業	買進 目標價 53	時碩工業的投資評等為買進，目標價53元，潛在漲幅16.61%，主要理由如下： (1) 2019年成長動能來自工業與航太產品，營收有機會挑戰雙位數百分比成長； (2) 規模經濟提升有助於獲利率的增加，目前評價相較於國內同業具提升空間。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

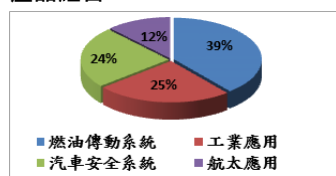
近期投資評等

日期	評等
04/24/2019	買進
02/05/2018	未評等
-	-

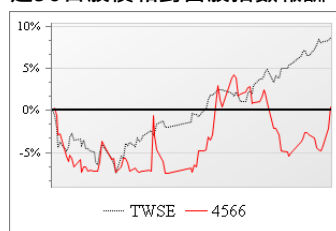
公司基本資料

收盤價(元)(04/23/2019)	45.45
股本(百萬元)	660
總市值(億元)	30
每股淨值(元)	31.88
外資持股比(%)	3.51
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	169
融資餘額(04/23/2019)	407

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	3,427	3,728	868	823	900	946	932	950
營業毛利	688	818	194	156	182	205	213	218
營業利益	145	250	56	12	40	62	72	75
稅後純益	218	248	54	27	44	62	69	72
稅後 EPS(元)	3.30	3.76	0.82	0.41	0.67	0.95	1.05	1.09
毛利率(%)	20.07	21.93	22.37	18.98	20.21	21.66	22.83	22.94
營業利率率(%)	4.23	6.7	6.44	1.45	4.46	6.58	7.73	7.93
稅後純益率(%)	6.37	6.65	6.26	3.3	4.94	6.59	7.44	7.55
營業收入 YoY/QoQ(%)	2.75	8.8	-0.25	-5.25	9.35	5.12	-1.43	1.95
營業利益 YoY/QoQ(%)	-41.2	72.14	44.32	-78.69	236.5	55.09	15.8	4.59
稅後純益 YoY/QoQ(%)	9.98	13.68	-29.55	-50.12	63.75	40.41	11.27	3.41

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **汽車安全產品拖累 2018 年營運**：時碩 2018 年營收 YoY+2.8%，年增率明顯低於先前連續 4 年成長達 2 成以上的水準，其中汽車安全系統零組件產品營收 YoY-31%，不過燃油傳動系統、工業應用與航太營收產品的年增率分別為 +16%、+18%與 +53%，支撐整體營收不至於陷入衰退，由於新台幣與人民幣升值，加上原物料上漲與產品組合改變的影響，毛利率自 2017 年的 22.9%降至 2018 年的 20.07%，營業利益率自 2017 年的 7%降至 2018 年的 4%，業外的部分有出售土地獲利與匯兌利益的挹注，帶動稅後淨利 YoY+9.98%。時碩將配發 2 元現金股利，殖利率約 4.4%。
- ◆ **航太產品比重將持續提升**：時碩的航太產品以鋁合金及鈦合金為主，主要應用在引擎附屬件，主要可分為單走道與雙走道 2 大區塊，時碩的策略是專注於開發大公司無意經營，而小公司沒有能力發展之利基領域，目前已取得 LEAP 引擎燃油伺服器、熱交換系統零組件以及 B787 推力反制動器 Jack Head 等訂單，後續目標是取得更多引擎、制動器及感測器系統等關鍵航太零組件訂單，2023 年航太業務的營收目標是較 2018 年成長 2 倍，長期而言航太產品的營收佔比將持續提升。
- ◆ **2019 年營運展望相對樂觀**：時碩 1Q19 營收 9 億元創下單季歷史新高的紀錄，1Q19 航太產品營收年增率高達 5 成，工業用產品年增約 20%，安全氣囊產品持平，燃油傳動產品則是小幅衰退。展望 2019 年，雖然全球汽車產業正處於調整階段，不過有工業與航太訂單的挹注，整體營運展望仍相對樂觀，營收成長動能主來自工業應用與航太應用事業，全年營收有機會挑戰雙位數百分比的成長，毛利率可望因為規模經濟的提升而較 2018 年增加，日盛預估時碩 2019 年 EPS3.76 元，目前的評價相較於國內同業 2233 TT 宇隆、2228 TT 劍麟及 4551 TT 智伸科而言具提升空間，投資評等調整為買進，評價給予 2019 年 PER14 倍，目標價 53 元。

◆ **公司簡介**

時碩成立於2000年，主要從事專業精密機械加工金屬製品的開發、生產及銷售，產品應用領域涵蓋汽車安全系統、燃油傳動系統、工業與航太應用之精密機械加工零組件，目前生產基地位於台灣新屋(2018年營收佔比46%)、中國無錫及西安(2018年營收佔比分別為45%及9%)，新屋廠各類產品都有生產，無錫廠以汽車產品為主，西安廠則以工業類產品為主，2018年產品別營收比重以燃油傳動系統零組件佔比39%為最高，其次依序為工業應用零組件佔25%、汽車安全系統零組件佔24%、航太應用零組件佔12%。

燃油傳動零組件包括雙離合器變速箱(DCT)、發動機耦合減震器(OAD)、曲軸減震器(Basfilter)、真空泵浦零組件、組合型凸輪軸端蓋等，供應先進內燃機引擎與電動車，提升燃油效率與續航力。工業應用產品包括煉油設備流量計、壓力傳感器、半導體設備零組件、高階自行車避震與傳動系統零組件。汽車安全系統零組件包括點火座、殼體基座、擴散器與封口件等。至於航太應用零組件主要產品包括起落架、引擎零組件、主要與次要飛行控制制動器、近接感測器與艙門控制系統零組件等。由於各產品線在各個市場皆有所斬獲，帶動時碩2014~2018年營收複合年增率達17%，2019年帶動營收成長的動能主要來自於工業與航太應用產品。

圖一、時碩主要產品

汽車安全系統 零組件 (24% 2018年營收)	燃油傳動系統 零組件 (39% 2018年營收)	工業應用 零組件 (25% 2018年營收)	航太應用 零組件 (12% 2018年營收)
<p>關鍵零組件包括點火座、殼體基座、擴散器與封口件等</p> 	<p>可搭載於混合動力與三缸小排量汽車:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 發動機耦合減震器</li> <li>• 曲軸減震器零組件 (Basfilter)</li> <li>• 真空泵浦零組件</li> <li>• 雙離合器變速箱零組件</li> <li>• 組合型凸輪軸端蓋</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 煉油設備流量計、壓力傳感器</li> <li>• 半導體設備零組件</li> <li>• 高階自行車避震與傳動系統零組件</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 起落架</li> <li>• 引擎零組件</li> <li>• 主要與次要飛行控制制動器</li> <li>• 近接感測器與艙門控制系統零組件</li> </ul> 

資料來源：時碩法說會資料

2019 年 4 月 24 日

◆ 汽車安全產品因基期偏高大幅衰退，拖累 2018 年營收表現

時碩 2018 年營收 YoY+2.8%，年增率明顯低於先前連續 4 年成長達 2 成以上的水準，其中汽車安全系統零組件產品營收 YoY-31%，衰退幅度高達 3 成以上的主因為 2017 年 Takata 召回事件帶動的一次性訂單需求，導致基期較高，加上 2018 年 Takata 與 KSS 合併後之進行訂單調整，不過燃油傳動系統、工業應用與航太營收產品的年增率分別為+16%、+18%與+53%，支撐整體營收不至於陷入衰退，由於新台幣與人民幣升值，加上原物料上漲與產品組合改變的影響，毛利率自 2017 年的 22.9%降至 2018 年的 20.07%，營業利益率因為毛利率降低與設立德國辦公室導致營業費用增加，自 2017 年的 7%降至 2018 年的 4%，業外的部分有出售土地獲利與匯兌利益的挹注，帶動稅後淨利 YoY+9.98%，時碩將配發 2 元現金股利，殖利率約 4.4%。

時碩早在 2000 年就已切入國際安全氣囊大廠的供應鏈，目前主要客戶包括 AUTOLIV、JOYSON、MOSA 等全球市占率合計達 65%以上的大廠，每輛車平均安全氣囊的數量預期將由 2014 年的 3.5 個增加至 2020 年的 5.2 個，全球安全氣囊市場將以年增 4%的速度，市場規模在 2021 年可達 50 億美元，不過由於安全氣囊產品的毛利率較低，且 2018 年的基期亦相對較高，因此 2019 年的展望相對保守，預估僅有持平至低個位數百分比的成長。

◆ 航太產品比重將持續提升，工業產品成長動力來自高階自行車訂單

根據 Airbus 的預估，2037 年亞太地區佔全球機隊的比重會由目前的 33%提升至 43%，小型飛機預期將佔全球及亞太地區機隊將近 80%，長期展望樂觀，時碩的航太產品以鋁合金及鈦合金為主，主要應用在引擎附屬件，主要可分為單走道與雙走道 2 大區塊，時碩的策略是專注於開發大公司無意經營，而小公司沒有能力發展之利基領域，目前已取得 LEAP 引擎燃油伺服器、熱交換系統零組件以及 B787 推力反制動器 Jack Head 等訂單，後續目標是取得更多引擎、制動器及感測器系統等關鍵航太零組件訂單，2023 年航太業務的營收目標是較 2018 年成長 2 倍，長期而言航太產品的營收佔比將持續提升。

工業儀表以油田、油井、食品、醫療、化工廠等為主要應用市場，原料為不鏽鋼 316 等級以上，半導體及自行車則以不鏽鋼及鋁合金為主，工業應用主要客戶為全球大廠 Emerson 集團，以汽車與航太品質認證系統的優勢，取得國際大廠 Gates 及 FOX 訂單，與全球 Parker & VAT 建立長期策略夥伴關係，切入半導體石化、高端自行車特殊零件、液壓統零配件市場，2019 年工業用產品的成長主要來自於高階自行車產品訂單的挹注。

◆ 2019 年營運展望相對樂觀

時碩 1Q19 營收 9 億元(YoY+4%)，雖然成長幅度不大但仍創下單季歷史新高的紀錄，1Q19 航太產品的表現優於預期，營收年增率高達 5 成，工業用產品(主要是高階自行車的貢獻，目前佔工業用約 30%)年增約 20%，安全氣囊產品持平，燃油傳動產品則

2019 年 4 月 24 日

是小幅衰退。展望 2019 年，雖然全球汽車產業正處於調整階段，不過有工業與航太訂單的挹注，因此時碩受到汽車產業調整的影響會相對較小，整體營運展望仍相對樂觀，2019 年目標是年營收的增長優於產業成長，營收成長動能主要來自工業應用與航太應用事業，合計營收比重希望能達到 4 成，燃油傳動產品預估有個位數百分比的增長，汽車安全產品則預估持平，全年營收有機會挑戰雙位數百分比的成長，毛利率可望因為規模經濟的提升而較 2018 年增加，日盛預估時碩 2019 年稅後淨利 YoY+13.68%，EPS3.76 元，目前的評價相較於國內同業 2233 TT 宇隆、2228 TT 劍麟及 4551 TT 智伸科而言具提升空間，投資評等調整為買進，評價給予 2019 年 PER14 倍，目標價 53 元。

**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
20190424	買進	53.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年4月24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	3,335	3,427	3,728	842	865	871	868	823	900	946	932	950
營業毛利	764	688	818	195	162	175	194	156	182	205	213	218
營業費用	517	543	568	129	124	137	138	144	142	143	141	143
營業利益	247	145	250	66	38	39	56	12	40	62	72	75
營業外收支	44	170	97	3	62	61	22	25	22	25	25	25
稅前純益	291	315	347	68	100	100	78	37	62	87	97	100
稅後純益	198	218	248	43	59	77	54	27	44	62	69	72
最新股本	660	660	660	660	660	660	660	660	660	660	660	660
稅後 EPS (元)	3.01	3.30	3.76	0.64	0.90	1.17	0.82	0.41	0.67	0.95	1.05	1.09
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	22.91	20.07	21.93	23.17	18.74	20.14	22.37	18.98	20.21	21.66	22.83	22.94
營業利益率	7.4	4.23	6.7	7.83	4.45	4.45	6.44	1.45	4.46	6.58	7.73	7.93
稅前純益率	8.72	9.19	9.3	8.13	11.61	11.44	8.93	4.53	6.91	9.22	10.41	10.56
稅後純益率	5.95	6.37	6.65	5.05	6.87	8.87	6.26	3.3	4.94	6.59	7.44	7.55
<b>YoY(%)</b>												
營收	24.65	2.75	8.8	12.38	3.01	3.09	7.33	-2.26	3.99	8.65	7.37	15.52
營業利益	-4.38	-41.2	72.14	17.07	-51.08	-29.66	18.68	-81.9	4.34	60.5	28.79	532.08
稅前純益	41.88	8.33	10.14	-11.15	79	-4.27	24.99	-45.52	-38.12	-12.42	25.12	169.17
稅後純益	52.47	9.98	13.68	-15.19	47.28	4.3	31.25	-36.25	-25.24	-19.2	27.62	164.56
<b>QoQ(%)</b>												
營收				4.04	2.78	0.62	-0.25	-5.25	9.35	5.12	-1.43	1.95
營業利益				39.76	-64.03	0.82	44.32	-78.69	236.5	55.09	15.8	4.59
稅前純益				10.29	46.68	-0.8	-22.11	-51.93	66.6	40.41	11.27	3.41
稅後純益				2.69	39.64	29.91	-29.55	-50.12	63.75	40.41	11.27	3.41

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	2,869	3,193	3,193
現金及約當現金	670	902	902
公允價值衡量金融資產	1	1	1
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	714	897	897
非流動資產	1,184	1,285	1,285
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	844	856	856
無形資產	20	16	16
資產總計	4,052	4,478	4,478
流動負債	2,146	2,115	2,115
短期借款	931	901	901
非流動負債	249	259	259
負債總計	2,395	2,374	2,374
股本	600	660	660
普通股股本	600	660	660
資本公積	733	1,090	1,090
保留盈餘	372	432	432
庫藏股票	0	-11	-11
股東權益	1,658	2,104	2,104
每股淨值(元)	27.63	32	32
流動比率(%)	133.7	150.99	150.99
速動比率(%)	94.79	103.5	103.5
應收帳款週轉率(%)	3.51	3.38	0.82
負債比率(%)	59.1	53.01	53.01
稅後股東權益報酬率(%)	14.05	11.6	1.3

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	291	315	315
折舊及攤提費用	105	122	122
利息費用	14	17	17
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	-76	-76
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	-169	32	32
存貨增減	-233	-208	-208
應付帳款增減	-25	-16	-16
營業活動現金流量	-98	196	196
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	40	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-76	-52	-52
處分不動產、廠房及設備	81	25	25
投資活動現金流量	-527	-86	-86
短期借款增減	585	-30	-30
長期借款增減	-64	-57	-57
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	333	392	392
發放現金股利	-60	-158	-158
庫藏股票增減	0	-11	--
籌資活動現金流量	795	136	136
淨現金流量	168	232	232

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年4月24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