

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1537 TT 廣隆	持有 目標價 177	廣隆的投資評等由買進調降至持有，目標價177元，潛在漲幅8.59%，主要理由如下： (1) 國際政經情勢不確定性高，鉛價走跌客戶下單轉趨觀望，2H19能見度仍不明朗； (2) 2019年營運展望穩定成長，目前評價未偏低不過現金股利殖利率具吸引力。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

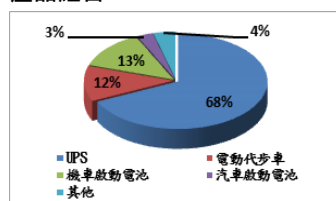
近期投資評等

04/26/2019	持有/中立
12/14/2018	買進
01/15/2018	買進

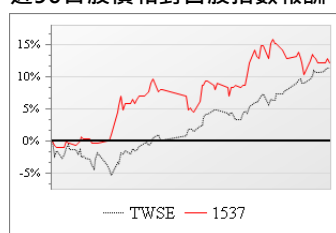
公司基本資料

收盤價(元)(04/25/2019)	163.00
股本(百萬元)	818
總市值(億元)	133.3
每股淨值(元)	47.88
外資持股比(%)	24.78
投信持股比(%)	0.63
近 20 日均量(張)	163
融資餘額(04/25/2019)	521

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	8,490	8,914	2,211	2,111	2,008	2,232	2,324	2,351
營業毛利	1,831	2,005	506	481	448	500	524	533
營業利益	1,243	1,434	370	286	323	361	378	373
稅後純益	983	1,070	287	198	241	269	282	278
稅後 EPS(元)	12.02	13.09	3.50	2.42	2.95	3.29	3.45	3.40
毛利率(%)	21.57	22.5	22.9	22.78	22.32	22.41	22.56	22.68
營業利益率(%)	14.64	16.09	16.72	13.54	16.07	16.17	16.26	15.88
稅後純益率(%)	11.58	12.01	12.96	9.36	12	12.06	12.13	11.84
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.22	4.99	1.23	-4.55	-4.89	11.18	4.11	1.15
營業利益 YoY/QoQ(%)	-1.47	15.42	23.09	-22.72	12.91	11.87	4.69	-1.21
稅後純益 YoY/QoQ(%)	9.06	8.89	-4.32	-31.04	21.94	11.76	4.66	-1.2

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **2018 年營收獲利創歷史新高：**近年來由於中國持續提升環保要求，供給減少推升鉛價上漲，廣隆的獲利原則上會跟著鉛價波動，只要 LME 比上海鉛價低，價差拉大對於獲利就會帶來正面挹注，近 2 年影響廣隆毛利率的主要因子為鉛價及人工成本，除了鉛價之外，塑料成本近年大幅上漲，越南人力成本每年增加約 10%，在全球景氣成長趨緩時，廣隆為了維持價格競爭力及出貨量的穩定，無法完全將成本上升的部份轉嫁出去，不過 2H18 開始已經陸續透過漲價來反應成本上揚，2018 年的營運成長主要是來自於出貨量的增加，營收及獲利都創下歷史新高紀錄。
- ◆ **大顆電池及起停電池出貨續增：**廣隆近年來努力開發包括通訊基地台、綠能儲能裝置、MRT 捷運系統、大型 UPS 設備用的大顆電池產品，大顆電池的營收比重已由先前的個位數增加至目前的 10%~12%，2019 年貢獻度降持續提升，另外在起停電池方面，客戶為日本機車大廠，目前月出貨量已達每月 10 萬~12 萬顆的水準，隨著客戶持續增加車款，預估 2019 年底起停電池的月出貨量有機會增加至每月 15 萬顆，由於起停電池的毛利率為目前所有產品之中最高，將是帶動未來獲利成長的動力來源之一。
- ◆ **國際政經情勢不明，2019 年營運展望轉為謹慎：**近期包括美中貿易戰及英國脫歐等事件造成全球政經情勢不確定性高，不利於市場發展，鉛價走跌造成客戶下單轉趨觀望，2Q19 的市況目前看起來仍缺乏成長動能，2H19 的能見度亦不高，2019 年的出貨量目標是持平，將持續透過產品組合的改善來維持獲利的穩定，不過越南機車與基地台標案市場的訂單將持續成長，2019 年整體營運將維持穩定成長，影響獲利的主要變數仍在於匯率及鉛價的走勢，廣隆近年的配息率約維持 8 成的水準，屬於高現金殖利率股，目前殖利率逾 6%，惟預估 2019 年獲利成長將趨緩且目前的評價未偏低，投資評等由買進調降至持有，評價給予 2019 年 PER13.5 倍，目標價 177 元。

◆ 公司簡介

廣隆光電創立於1990年，主要產品為鉛酸蓄電池，應用在不斷電系統電池、汽機車啟動用電池、電動工具用電池、電動代步車用電池及通信用電池等，目前營運據點位於台灣及越南，主要產能在越南濱瀝廠，台灣利隆廠是營運管理中心，在越南當地主要競爭對手為在香港掛牌的理士國際以及在深圳掛牌的雄韜股份，2017年全球鉛酸電池市場規模為465億美元，預期未來年均成長率約1~3%，相較於鎳系二次電池約23億美元、鋰電池約257億美元的市場規模，鉛酸電池目前仍是佔有率最高的儲電裝置。

圖一、廣隆主要產品



資料來源：廣隆

1Q19產品營收比重以UPS佔比68%為最大，汽、機車啟動電池16%，電動代步車用電池12%，地區別比重由高至低依序為亞洲佔26%、歐洲23%、越南22%、美洲20%、台灣7%、其他2%，汽機車電池主要是出越南機車及汽車AM市場，UPS客戶比重15~20%是原廠，其他都是AM，產品進入歐洲地區零關稅，客戶為當地最大經銷商及代理商，透過其通路銷售，1Q19自有品牌及代工與OEM品牌的比重約51%:49%，貼牌的價格跟自有品牌的差異不大，目前廣隆有2個自有品牌，分別是以LONG出全球市場，以GLOBE出越南市場。

以成本的角度而言，原料成本佔總成本8成，鉛又佔原材料成本8成左右，因此鉛佔總成本約6~7成，獲利主要受到鉛價波動所影響，由於越南不生產鉛，安全庫存約1個月，從投入到產出約需要1個月的時間，庫存周轉天數約2.5~3個月，由於成本反應比售價慢，因此鉛價上漲對公司有利，產品售價會參考上海鉛價跟國際鉛價的價差以及越南當地不同的客戶去做調整，毛利率基本上能維持在2成以上的水準，且隨著自動化的比例持續提高，成本結構的改善為廣隆的維持毛利率不墜的主因。

◆ 大顆電池及起停電池出貨續增

廣隆近年來努力開發中大型電池產品，包括通訊基地台、綠能儲能裝置、MRT捷運系統、大型UPS設備用的大顆電池，2H17在越南當地基地台的標案開始出貨，目前已切入一家電信廠商的供應鏈，2H18每月平均出貨約2~3千萬元，後續將持續在越南拓展標案市場，大顆電池的營收比重已由先前的個位數增加至目前的10~12%，由於標案市場出貨的時間點不容易預估，因此雖然仍看好2019年大顆電池的貢獻但幅度目前難以明確估計。另外在近年來才切入的起停電池方面，目前主要是做機車起停電池直接交給日本機車大廠，從每月幾千顆開始小量出貨，自11/2016後出貨量開始持續放大，2Q17每月平均出貨5~6萬顆，目前已達每月10~12萬顆的水準，隨著客戶持續增加車款，預估2019年底起停電池的月出貨量有機會增加至每月15萬顆，由於起停電池的毛利率為目前所有產品之中最高，將是帶動未來獲利成長的動力來源之一，至於能否擴大至越南之外的市場，取決於客戶之後的採購政策。

◆ 2018年營收獲利創歷史新高

近年來由於中國持續提升環保要求，供給減少推升鉛價上漲，廣隆的獲利原則上會跟著鉛價波動，只要LME比上海鉛價低，價差拉大對於獲利就會帶來正面挹注，近2年影響廣隆毛利率的主要因子為鉛價及人工成本，除了鉛價之外，塑料成本近年大幅上漲，越南人力成本每年增加約10%，在全球景氣成長趨緩時，廣隆為了維持價格競爭力及出貨量的穩定，無法完全將成本上升的部份轉嫁出去，不過2H18開始已經陸續透過漲價來反應成本上揚，2018年的營運成長主要是來自於出貨量的增加，營收及獲利都創下歷史新高紀錄。

◆ 國際政經情勢不明，2019年營運展望轉為謹慎

近期包括美中貿易戰及英國脫歐等事件造成全球政經情勢不確定性高，不利於市場發展，鉛價近期相對弱勢，1Q19鉛價平均約2千美元/公噸，低於2018年的2244美元/公噸，鉛價走跌造成客戶下單轉趨觀望，較不利於近期的接單，2018年月產能400櫃，1Q19月平均出貨約340櫃，2018年平均月出貨量約228.8萬個，1Q19為202.4萬個，1Q19營收YoY+1.22%，出貨量持平，目前訂單能見度約1~2個月，2Q19的市況目前看起來仍缺乏成長動能。

2018年的成長主要是來自於出貨量的貢獻，2019年的出貨量目標是持平，將持續透過產品組合的改善來維持獲利的穩定，目前2H19的能見度仍不高，不過越南機車與基地台標案市場的訂單將持續成長，因此2019年每2年蓋1座新廠的擴產進度不變，預計3Q19底越南德和廠第11棟開始動工，將擴充機車與大顆電池產品。展望2019年，整體營運將維持穩定成長，影響獲利的主要變數仍在於匯率及鉛價的走勢，廣隆近年的配息率約維持8成的水準，屬於高現金殖利率股，目前殖利率逾6%，惟預估2019年獲利成長將趨緩且目前評價未偏低，投資評等由買進調降至持有，評價給予2019年PER13.5倍，目標價177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
20190426	持有	177.0
20181214	買進	175.0
20180115	買進	170.0

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	7,773	8,490	8,914	2,091	1,983	2,184	2,211	2,111	2,008	2,232	2,324	2,351
營業毛利	1,755	1,831	2,005	483	410	434	506	481	448	500	524	533
營業費用	494	588	571	129	123	134	137	195	125	139	146	160
營業利益	1,261	1,243	1,434	354	287	300	370	286	323	361	378	373
營業外收支	-63	89	12	-16	-29	92	16	10	3	3	3	3
稅前純益	1,198	1,332	1,446	337	258	392	386	296	326	364	381	376
稅後純益	901	983	1,070	237	199	299	287	198	241	269	282	278
最新股本	818	818	818	818	818	818	818	818	818	818	818	818
稅後 EPS (元)	11.02	12.02	13.09	2.89	2.44	3.66	3.50	2.42	2.95	3.29	3.45	3.40
經營效率(%)												
毛利率	22.58	21.57	22.5	23.1	20.66	19.87	22.9	22.78	22.32	22.41	22.56	22.68
營業利益率	16.23	14.64	16.09	16.91	14.47	13.75	16.72	13.54	16.07	16.17	16.26	15.88
稅前純益率	15.41	15.69	16.23	16.14	12.99	17.97	17.45	14.02	16.22	16.3	16.39	16.01
稅後純益率	11.6	11.58	12.01	11.32	10.06	13.71	12.96	9.36	12	12.06	12.13	11.84
YoY(%)												
營收	10.66	9.22	4.99	14.25	15.26	10.31	11.65	0.94	1.22	2.17	5.08	11.36
營業利益	2.62	-1.47	15.42	19.79	-5.01	-8.91	34.08	-19.22	12.39	20.14	2.19	30.63
稅前純益	-4.26	11.18	8.61	-2.79	12.86	12.64	35.97	-12.32	26.36	-7.29	-1.32	27.18
稅後純益	-2.35	9.06	8.89	-12.08	10.95	12.24	31.4	-16.54	20.78	-10.08	-1.64	40.91
QoQ(%)												
營收				5.57	-5.16	10.15	1.23	-4.55	-4.89	11.18	4.11	1.15
營業利益				28.26	-18.85	4.65	23.09	-22.72	12.91	11.87	4.69	-1.21
稅前純益				18.88	-23.63	52.32	-1.68	-23.34	10.06	11.76	4.66	-1.2
稅後純益				8.57	-15.74	50.12	-4.32	-31.04	21.94	11.76	4.66	-1.2

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	4,006	4,548	4,548
現金及約當現金	993	1,245	1,245
公允價值衡量金融資產	12	29	29
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	1,652	1,866	1,866
非流動資產	1,253	1,265	1,265
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,054	1,059	1,059
無形資產	5	4	4
資產總計	5,259	5,813	5,813
流動負債	1,312	1,534	1,534
短期借款	496	515	515
非流動負債	321	362	362
負債總計	1,633	1,896	1,896
股本	818	818	818
普通股股本	818	818	818
資本公積	665	665	665
保留盈餘	2,193	2,398	2,398
庫藏股票	--	--	--
股東權益	3,627	3,917	3,917
每股淨值(元)	44.34	47.89	47.89
流動比率(%)	305.38	296.4	296.4
速動比率(%)	174.66	171.27	171.27
應收帳款週轉率(%)	6.84	6.78	1.53
負債比率(%)	31.04	32.62	32.62
稅後股東權益報酬率(%)	24.93	26.06	5.18

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	1,198	1,332	1,332
折舊及攤提費用	181	182	182
利息費用	3	5	5
股利收入	-2	-2	-2
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	1	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	-173	-87	-87
存貨增減	-130	-169	-169
應付帳款增減	39	73	73
營業活動現金流量	783	1,163	1,163
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	-155	-153	-153
處分不動產、廠房及設備	1	2	2
投資活動現金流量	-158	-173	-173
短期借款增減	274	19	19
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-736	-777	-777
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-528	-758	-758
淨現金流量	71	252	252

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年4月26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