

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2049 TT 上銀	持有 目標價 300	上銀的投資評等為持有，目標價300元，潛在漲幅8.6%，1Q19淡季業績仍受美中貿易爭端變數影響而下滑，預期2H19中後期業績將受惠歐美亞太市場中高階滾珠螺桿及線性滑軌等新訂單回補而較1H19改善回升，但國際政經貿易爭端變數後續發展影響則仍有待觀察。

研究員 陳有裕
 waynechen@jsun.com

重點摘要

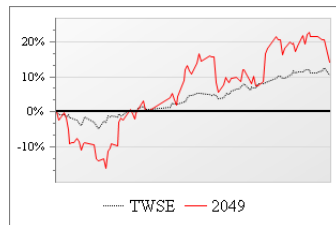
近期投資評等

05/07/2019	持有/中立
04/15/2019	持有/中立
10/31/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(05/06/2019)	276.00
股本(百萬元)	3,006
總市值(億元)	829.7
每股淨值(元)	83.73
外資持股比(%)	31.57
投信持股比(%)	2.13
近 20 日均量(張)	3,988
融資餘額(05/06/2019)	7,009

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **上銀公布 1Q19 稅後淨利為 6.2 億元(QoQ-28.7%、YoY-49%)表現優於預期：**1Q19 稅後 EPS 為 2.06 元，1Q19 合併營收為 50.48 億元(QoQ-24.1%、YoY-23%)，1Q19 營收下滑主要受美中貿易衝突不確定變數影響精密傳動機構件客戶拉貨需求以及中國農曆年假期等因素影響，1Q19 毛利率為 36.8%(4Q18 為 35.9%)，1Q19 營益率為 15.1%(4Q18 為 13.1%)主要受惠產品出貨組合較佳及營業費用控管得宜而較 4Q18 改善提高；上銀 2019 年將配發現金股利 7 元及股票股利 0.3 元。
- ◆ **預估上銀 2019 年合併營收為 260.62 億元(YoY-11.2%)：**公司預期 2Q19 營收將受惠工作天數增加以及歐美日市場中高階滾珠螺桿及線性滑軌客戶新訂單增長而較 1Q19 淡季成長回溫，公司預期 2019 年歐美日市場部分智慧機械/半導體/汽車/面板等產業應用客戶的高階滾珠螺桿及線性滑軌等自動化設備升級訂單需求相對中國大陸市場表現仍將較佳，近期受美中貿易爭端仍未解決影響公司預期下游工具機景氣落底回溫將會由原先預期的 2Q19 末遞延到 3Q19 後，但公司預期 2H19 營收仍可受歐美亞太市場部分中高階精密傳動機構件客戶新訂單挹注回補而較 1H19 改善回升(且 2H18 營收基期也較 1H18 營收基期低)，預期 2H19 毛利率及營益率也將受惠產能利用率回升及營收規模經濟效益擴大而較 1H19 改善回升，但預期 2019 年線性滑軌及滾珠螺桿等主要產品營收及毛利率也將會低於 2018 年水準，公司未來也將聚焦開拓高階傳動機構件新產品商機以因應中低階傳動機構件市場的同業價格競爭來改善毛利率，公司 2019 年也將控管營業費用來改善營益率，預估 2019 年稅後淨利為 42.97 億元(YoY-20.3%)，2019 年稅後 EPS 為 14.3 元(以 2019 PER 21 倍來評價目標價為 300 元，持有評等)；但國際政經貿易爭端不確定變數後續發展影響則仍有待觀察。

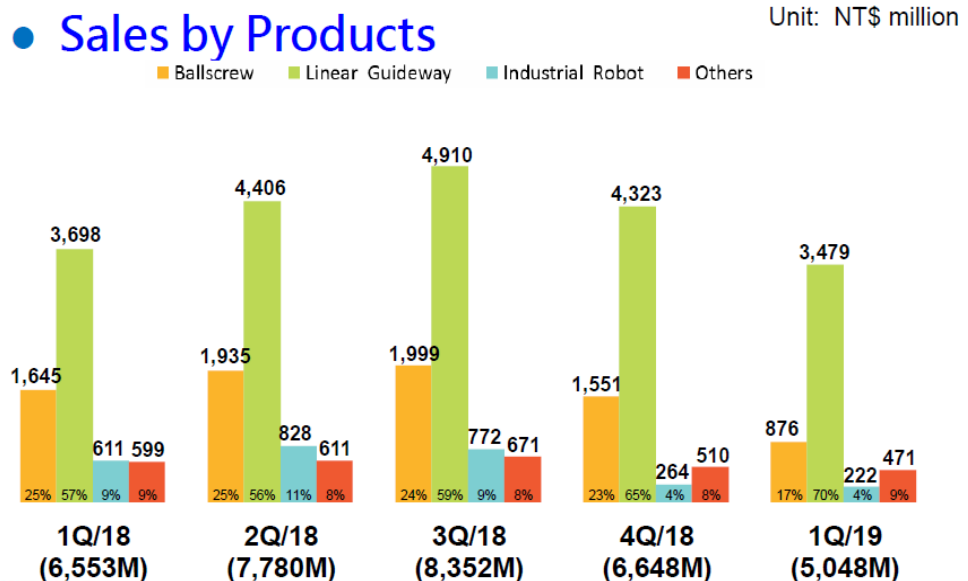
單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	29,333	26,062	8,352	6,648	5,048	6,030	7,166	7,818
營業毛利	11,630	9,934	3,403	2,388	1,858	2,249	2,761	3,066
營業利益	6,419	5,296	2,146	869	760	1,103	1,579	1,854
稅後純益	5,392	4,297	1,742	870	620	806	1,265	1,607
稅後 EPS (元)	17.94	14.29	5.80	2.89	2.06	2.68	4.21	5.35
毛利率(%)	39.65	38.12	40.74	35.92	36.8	37.3	38.53	39.21
營業利益率(%)	21.88	20.32	25.7	13.07	15.05	18.3	22.03	23.71
稅後純益率(%)	18.38	16.49	20.86	13.08	12.27	13.36	17.65	20.55
營業收入 YoY/QoQ (%)	38.59	-11.15	7.34	-20.4	-24.07	19.45	18.84	9.11
營業利益 YoY/QoQ (%)	91.9	-17.5	7.14	-59.52	-12.57	45.26	43.08	17.42
稅後純益 YoY/QoQ (%)	96.94	-20.31	11.32	-50.09	-28.74	30.03	56.97	27.05

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

◆ 上銀公布 1Q19 稅後淨利為 6.2 億元(QoQ-28.7% · YoY-49%):

上銀公布 1Q19 稅後淨利為 6.2 億元(QoQ-28.7% · YoY-49%)淡季表現優於預期 · 1Q19 稅後 EPS 為 2.06 元 · 1Q19 合併營收為 50.48 億元(QoQ-24.1% · YoY-23%) · 1Q19 營收下滑主要受美中貿易衝突不確定變數影響精密傳動機構件客戶拉貨需求 · 滾珠螺桿及線性滑軌產業淡季效應以及中國農曆年假期等因素影響 · 1Q19 毛利率為 36.8%(4Q18 為 35.9%) · 1Q19 毛利率雖受精密傳動機構件產能利用率下滑及部分傳動機構件產品價格下滑等因素影響 · 但 1Q19 也受惠歐美客戶毛利率較佳的高階傳動機構件營收比重提高 · 且因 4Q18 已一次性認列持股 65%陸聯(以精密齒輪刀具業務為主)存貨跌價損失約 1 億元而減少約 1.5%毛利率(因 4Q18 毛利基期也較 1Q19 低而提高) · 1Q19 營益率為 15.1%(4Q18 為 13.1%)主要受惠營業費用控管得宜而提高 · 1Q19 業外淨收益約 4 千萬元(其中匯兌利益約 0.67 億元) · 且上銀 4Q18 業外也已認列持股 74%上銀光電(以太陽能電池業務為主)一次性資產減損約 4.15 億元(4Q18 業外淨損約 3.02 億元) · 但 1Q19 營利所得稅率也因歐美子公司獲利貢獻增加而較 4Q18 提高(且 4Q18 也認列一次性營業所得稅抵減利益約 2 千萬元)。

圖一：上銀產品別營收結構



資料來源: 上銀 · 日盛投顧整理

◆ 上銀 2018 年稅後 EPS 為 17.94 元:

上銀 2018 年稅後淨利為 53.92 億元(YoY+96.9%)創歷史新高 · 2018 年稅後 EPS 為 17.94 元 · 2018 年合併營收為 293.33 億元(YoY+38.6%)也創歷史新高 · 2018 年毛利率為 39.7%(2017 年為 35.8%) · 2018 年營益率為 21.9%(2017 年為 15.8%) · 上銀為全球 Top 3 滾珠螺桿及線性滑軌品牌(HIWIN)大廠 · 上銀 1Q19 產品別營收結構:線性滑軌佔 70%(營收下滑 YoY-5.9%) · 滾珠螺桿佔 17%(營收下滑 YoY-53.2%) · 工業機器人

2019 年 5 月 7 日

(如單軸/多軸機器手臂)佔 4%(營收下滑 YoY-63.7%)、其他產品(如迴轉工作平台/諧波減速器等)佔 9%(營收下滑約 YoY-21.4%)。公司 1Q19 市場別營收結構: 美國佔 7%、歐洲佔 31%、亞洲 (中國大陸營收佔比較大)約佔 51%、台灣佔 11%; 上銀 2019 年計畫將配發現金股利 7 元及股票股利 0.3 元。

◆ 預估上銀 2019 年合併營收為 260.62 億元(YoY-11.2%):

公司 03~04/2019 營收已受惠部分產業自動化應用及工具機客戶急單挹注而回補滾珠螺桿及線性滑軌等產品而回溫。04/2019 合併營收為 19.57 億元(MoM+4.1%、YoY-20.5%)。01~04/2019 累計合併營收為 70.05 億元(YoY-22.3%)。公司預期 2Q19 營收將受惠工作天數增加以及歐美日市場高階滾珠螺桿及線性滑軌客戶新訂單增長而較 1Q19 淡季成長回溫(但 2Q19 中國大陸市場客戶訂單需求仍疲弱)。公司預期 2019 年歐美日市場以及部分智慧機械/半導體/汽車/面板等產業應用客戶的高階滾珠螺桿/線性滑軌/多軸工業機器手臂等自動化設備升級訂單需求相對 3C 電子產業模具應用(如工具機業)以及中國大陸市場的表現仍將較佳。但近期受美中貿易爭端變數仍未解決影響。公司預期下游工具機景氣落底回溫將會由原先預期的 2Q19 末遞延到 3Q19 後。但公司預期 2H19 營收仍將受惠美歐亞太市場部分中高階精密傳動機構件客戶新訂單陸續挹注回補而較 1H19 改善回升(且 2H18 營收基期也較 1H18 營收基期低)。且 2H19 中國大陸及東南亞市場仍有產業自動化升級新訂單回補需求。預期 2H19 毛利率及營益率也將受惠產能利用率回升及營收規模經濟效益擴大而較 1H19 改善回升。但受部分線性滑軌及滾珠螺桿產品價格下滑及產能利用率較低影響。預期 2019 年線性滑軌及滾珠螺桿等主要產品營收及毛利率也將會低於 2018 年水準。但公司未來也將聚焦開拓智慧滾珠螺桿/高階線性滑軌/多軸工業機器手臂/諧波減速器等高階新產品以及 5 軸複合工具機應用的迴轉工作平台等新商機以因應中低階傳動機構件市場的同業價格競爭影響。以及優化產品組合來持續改善毛利率。公司預期 2Q~4Q19 毛利率可望隨產能利用率回升而較 1Q19 逐漸改善回升。公司 2019 年也將控管營業費用來改善營益率。預估上銀 2019 年合併營收為 260.62 億元(YoY-11.2%)。預估 2019 年稅後淨利為 42.97 億元(YoY-20.3%)。2019 年稅後 EPS 為 14.3 元(以 2019 PER 21 倍來評價目標價為 300 元。持有評等)。

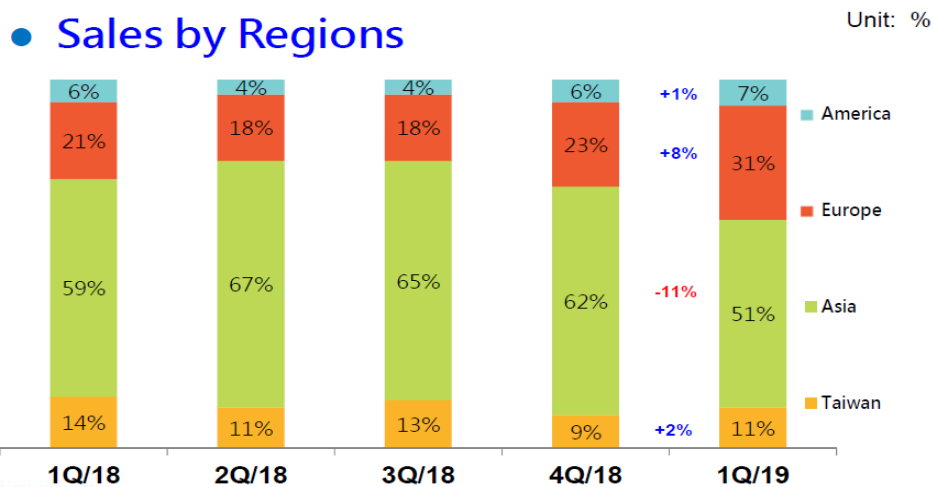
◆ 預估 2019 年稅後淨利為 42.97 億元(YoY-20.3%):

上銀為避免客戶太過集中在工具機產業客戶(目前已降到約佔 1/3 營收以下)。近年已持續進行分散傳動機構件下游其他產業應用客戶(如 3C 電子/半導體/汽車等產業自動化生產設備)。但中國大陸市場下游工具機及部分產業客戶受 2018 年美國陸續提高部分自中國大陸生產產品的進口關稅影響。使公司部分傳動機構件客戶訂單也自 3Q18 到 1Q19 因觀望而遞延拉貨(但上銀預期 1H19 將是機械相關產業景氣谷底期)。目前各種傳動機構件產能利用率約下滑到 3Q18 高峰期的 40%~80%(因不同產品需求狀況而異)。且 1Q19 部分線性滑軌及滾珠螺桿產品價格雖有小幅調降但目前也已止穩。但因

2019 年 5 月 7 日

1H19 傳動機構件訂單需求以歐美日等高階產品訂單需求仍佳(ASP 及毛利率也較佳) 也可望減緩 1H19 淡季毛利率的下滑走勢(2019 年中國大陸市場客戶訂單需求則相對較先進國家客戶需求疲弱)· 雖目前美國計畫自 05/10/2019 起將對中國大陸生產進口約 2000 億美元產品(包含工具機及一些下游應用產業)的關稅由 10%(09/24/2019 起)再度調高到 25%· 雖美中貿易爭端涉屬兩國間綜合國力競爭的長期性議題· 但上銀預期下游產業自動化應用客戶因 2H18 美中貿易衝突影響市場需求的庫存去化調整期可能在 2Q19 後期落底回溫· 且預期工具機業景氣也可望在 3Q19 後期落底而在 4Q19 回溫· 預期部份下游產業客戶為因應美國陸續提高對中國生產產品的進口關稅新措施而在東南亞(如越南)及印度開設新生產基地· 以分散營運風險的擴廠自動化設備所需精密傳動機構件新需求也可望在 4Q19 到 2020 年陸續增加(因傳動機構件下游應用產業客戶轉移生產線約需一年以上前置規畫準備期)· 因此上銀也將持續進行擴充國內外精密傳動機構件的生產新廠區布局以因應 2020~2021 年的全球產業升級應用客戶的智慧製造自動化設備新訂單需求所需· 公司預計義大利新廠區將在 4Q19 底前完工· 日本神戶新廠也預計在 1Q20 初開始動工建設· 中國蘇州新廠則預計 05/2019 末開始動工建設· 而上銀台灣包括嘉義大埔美二期、雲科三期新廠· 及台中精密園區舊廠擴建等則將於 05/2019 中陸續開始進行 3 年擴建計畫。

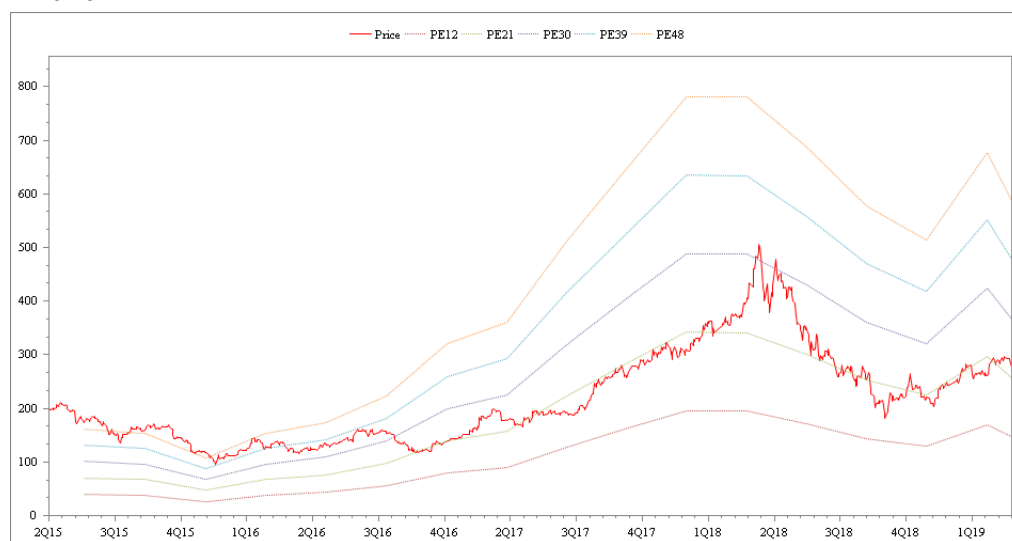
圖二：上銀市場別營收結構



資料來源: 上銀· 日盛投顧整理

公司 1Q19 線性滑軌營益率約 23.7%(雖因同業擴產低階產品價格下滑較大但上銀中高階產品競爭力仍佳)· 而 1Q19 滾珠螺桿營益率約 6.4%(主要受工具機客戶需求減少使產能利用率較低所影響)· 公司預期 2Q~4Q19 滾珠螺桿及線性滑軌的毛利率將可望隨產能利用率回升及新產品推陳出新而較 1Q19 淡季逐漸改善回升· 此外公司也已積極協助上銀光電及陸聯等子公司改善營運管理· 預期 2019 年業績虧損對母公司的影響也將較 2018 年獲得改善· 但國際政經貿易爭端不確定變數後續發展對公司傳動機構件訂單需求的影響則仍有待觀察。

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
20190507	持有	300.0
20190415	持有	308.0
20181031	持有	216.0

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	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	21,165	29,333	26,062	6,148	6,553	7,780	8,352	6,648	5,048	6,030	7,166	7,818
營業毛利	7,583	11,630	9,934	2,409	2,624	3,215	3,403	2,388	1,858	2,249	2,761	3,066
營業費用	4,238	5,210	4,638	1,194	1,224	1,211	1,256	1,519	1,098	1,146	1,182	1,212
營業利益	3,345	6,419	5,296	1,215	1,400	2,003	2,146	869	760	1,103	1,579	1,854
營業外收支	-533	-323	70	-511	53	-33	-41	-302	40	-10	13	28
稅前純益	2,812	6,096	5,366	704	1,453	1,971	2,105	567	800	1,093	1,591	1,881
稅後純益	2,738	5,392	4,297	846	1,215	1,565	1,742	870	620	806	1,265	1,607
最新股本	3,006	3,006	3,006	3,006	3,006	3,006	3,006	3,006	3,006	3,006	3,006	3,006
稅後 EPS (元)	9.11	17.94	14.29	2.81	4.04	5.21	5.80	2.89	2.06	2.68	4.21	5.35
經營效率(%)												
毛利率	35.83	39.65	38.12	39.18	40.04	41.32	40.74	35.92	36.8	37.3	38.53	39.21
營業利益率	15.81	21.88	20.32	19.77	21.37	25.75	25.7	13.07	15.05	18.3	22.03	23.71
稅前純益率	13.29	20.78	20.59	11.45	22.18	25.33	25.2	8.53	15.85	18.13	22.21	24.07
稅後純益率	12.94	18.38	16.49	13.76	18.55	20.12	20.86	13.08	12.27	13.36	17.65	20.55
YoY(%)												
營收	31.31	38.59	-11.15	34.75	52.4	52.48	48.76	8.13	-22.97	-22.5	-14.2	17.6
營業利益	130.55	91.9	-17.5	256.19	209.69	179.76	123.23	-28.5	-45.75	-44.92	-26.44	113.37
稅前純益	136.37	116.77	-11.97	103.62	427.24	137.04	110.28	-19.48	-44.95	-44.52	-24.4	231.92
稅後純益	106.36	96.94	-20.31	83.25	325.22	121.03	93.99	2.79	-49.01	-48.52	-27.41	84.79
QoQ(%)												
營收				9.52	6.58	18.73	7.34	-20.4	-24.07	19.45	18.84	9.11
營業利益				26.38	15.23	43.07	7.14	-59.52	-12.57	45.26	43.08	17.42
稅前純益				-29.68	106.42	35.63	6.8	-73.07	41.13	36.69	45.53	18.23
稅後純益				-5.8	43.65	28.78	11.32	-50.09	-28.74	30.03	56.97	27.05

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	1Q19
流動資產	13,112	18,454	17,386
現金及約當現金	2,753	2,787	2,557
公允價值衡量金融資產	1	0	2
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	5,394	8,934	8,959
非流動資產	24,462	30,439	32,235
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	21,304	25,227	25,848
無形資產	178	256	256
資產總計	37,574	48,893	49,620
流動負債	13,319	17,639	16,557
短期借款	4,951	6,195	7,788
非流動負債	7,655	6,816	7,698
負債總計	20,974	24,454	24,255
股本	2,802	3,006	3,006
普通股股本	2,802	3,006	3,006
資本公積	309	3,236	3,236
保留盈餘	13,434	17,563	18,150
庫藏股票	--	--	--
股東權益	16,600	24,438	25,365
每股淨值(元)	58.16	80.45	83.74
流動比率(%)	98.44	104.62	105.01
速動比率(%)	57.94	53.97	50.9
應收帳款週轉率(%)	4.7	5.59	0.89
負債比率(%)	55.82	50.02	48.88
稅後股東權益報酬率(%)	18.02	26.65	2.51

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2017	2018	1Q19
繼續營業單位稅前損益	2,812	6,096	800
折舊及攤提費用	1,614	1,817	539
利息費用	131	147	38
股利收入	-3	-26	--
權益法認列關聯企業損益	-23	-30	-2
處分不動產、廠房及設備	3	12	2
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	-30	-38	-49
應收帳款增減	486	-1,395	634
存貨增減	-695	-3,431	53
應付帳款增減	2,047	1,253	-2,222
營業活動現金流量	6,566	5,150	-866
公允價值衡量金融資產增減	0	-18	--
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	-3,556	-3,882	-712
處分不動產、廠房及設備	4	22	2
投資活動現金流量	-5,412	-7,423	-1,197
短期借款增減	232	1,240	1,594
長期借款增減	-309	-1,022	313
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	0	2,995	--
發放現金股利	-439	-981	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-498	2,313	1,819
淨現金流量	651	34	-231

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年5月7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