2019 年 6 月 26 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4999 TT 鑫禾	持有 目標價 49	鑫禾的投資評等維持持有，目標價49元，潛在漲幅7.9%，主要理由如下： (1)4Q18及1Q19受新產品良率不佳影響，毛利率下滑； (2)2H19營運可望逐漸回穩，不過仍需觀察中美貿易戰後續發展。

研究員 曾德瑋
104507@jsun.com

重點摘要

◆ **4Q18及1Q19受新產品良率不佳影響，毛利率下滑：**鑫禾2018年營收24.4億元，YoY-3.07%，大致呈現持平，稅後純益4.7億元，YoY+22.4%，主要來自匯兌收益貢獻，稅後EPS 6.32元。NB Hinge 2018年出貨量6,060萬pieces。鑫禾自4Q18起毛利率明顯下滑，主要因新機種推出、製程調整下，良率不佳影響，1Q19營收4.3億元，QoQ-33.5%，YoY-11.97%，在產品良率持續不佳、CPU缺貨以及淡季到來營運規模影響下，毛利率持續下滑至21.1%。1Q19稅後純益1,800萬元，稅後EPS 0.25元，不如市場預期。

◆ **2H19營運逐漸回穩，仍須關注貿易戰發展：**目前來看，良率問題在2Q19已陸續改善，鑫禾毛利率可望逐季回升，不過由於客戶拉貨力道仍偏弱，仍將影響2Q19營收表現，預期2H19在CPU缺貨情形持續改善，以及產業旺季到來下，鑫禾營收及毛利率可望持續回穩。鑫禾自03/2019起開始小量出貨MIM NB零件，目前仍在生產初期階段，扮演第二供應商角色，故出貨量仍不大，預期對2019年貢獻仍不明顯。中美貿易戰部分，鑫禾主要產品以NB hinge為主，若第三階段課稅公司將直接受到影響，目前鑫禾產能仍以中國地區為主，後續產能調整仍須視終端組裝廠調整狀況而定，目前來說即便在台灣生產的MIM零件仍以交到大陸組裝hinge為主，直接出貨比重仍不高。

◆ **維持持有建議：**日盛預估鑫禾2019/2020年營收22.4億/23.9億元，YoY-8.07%/+6.5%，稅後純益3.2億/4億元，YoY-32.2%/25.4%，稅後EPS 4.28/5.37元。日盛維持鑫禾持有建議，在產品良率問題改善下，2H19~2020年營運可望回穩，目前股價位於相對低檔位置，惟後續將觀察中美貿易戰發展情形。

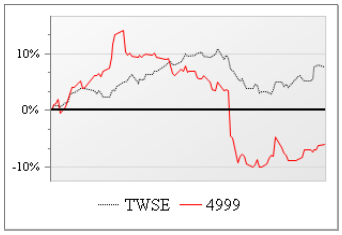
近期投資評等

06/26/2019	持有/中立
05/23/2018	持有/中立
12/13/2017	買進

公司基本資料

收盤價(元)(06/25/2019)	45.40
股本(百萬元)	744
總市值(億元)	33.8
每股淨值(元)	45.92
外資持股比(%)	9.83
投信持股比(%)	0.01
近 20 日均量(張)	70
融資餘額(06/25/2019)	431

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	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F
營業收入淨額	2,439	2,242	645	429	569	635	609	475
營業毛利	860	709	199	91	174	226	218	153
營業利益	540	386	110	16	93	141	136	79
稅後純益	470	319	127	18	69	118	113	64
稅後 EPS(元)	6.32	4.28	1.71	0.25	0.93	1.58	1.52	0.86
毛利率(%)	35.26	31.63	30.83	21.13	30.58	35.63	35.86	32.13
營業利益率(%)	22.13	17.24	16.98	3.65	16.42	22.3	22.31	16.65
稅後純益率(%)	19.28	14.21	19.67	4.26	12.19	18.56	18.59	13.53
營業收入 YoY/QoQ(%)	-3.07	-8.07	10.14	-33.51	32.6	11.5	-4	-22
營業利益 YoY/QoQ(%)	-10.28	-28.38	-15.86	-85.71	496.88	51.43	-3.96	-41.79
稅後純益 YoY/QoQ(%)	22.43	-32.24	11.3	-85.61	279.73	69.84	-3.87	-43.21

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **鑫禾為國內主要NB hinge廠商之一：**

鑫禾成立於2002年，營運地點在台灣、江蘇昆山、重慶璧山，主要產品為樞紐零組件，及其他金屬結構製品。產品應用於筆記型電腦、端點銷售系統(POS 機)、AIO、實物投影機等樞紐及結構件產品，其中以筆記型電腦樞紐為主要銷售產品，佔營收90%以上，主要客戶包含non-Apple之NB品牌廠如HP、Dell、聯想、宏碁、華碩等。主要競爭對手包含新日興及兆利。

圖一、MIM 產品應用類型

資料來源：鑫禾

◆ **4Q18及1Q19受新產品良率不佳影響，毛利率下滑：**

鑫禾2018年營收24.4億元，YoY-3.07%，大致呈現持平，稅後純益4.7億元，YoY+22.4%，主要來自匯兌收益貢獻，稅後EPS 6.32元。NB Hinge 2018年出貨量6060萬pieces。鑫禾自4Q18起毛利率明顯下滑，主要因新機種推出、製程調整下，良率不佳影響，1Q19營收4.3億元，QoQ-33.5%，YoY-11.97%，在產品良率持續不佳、CPU缺貨以及淡季到來營運規模影響下，毛利率持續下滑至21.1%。1Q19稅後純益1800萬元，稅後EPS 0.25元，不如市場預期。

◆ **2H19營運逐漸回穩，仍須關注貿易戰發展：**

目前來看，良率問題在2Q19已陸續改善，鑫禾毛利率可望逐季回升，不過由於客戶拉貨力道仍偏弱，仍將影響2Q19營收表現，預期2H19在CPU缺貨情形持續改善，以及產業旺季到來下，鑫禾營收及毛利率可望持續回穩。鑫禾自03/2019起開始小量出貨MIM NB零件，目前仍在生產初期階段，扮演第二供應商角色，故出貨量仍不大，預期對2019年貢獻仍不明顯。中美貿易戰部分，鑫禾主要產品以NB hinge為主，若第三階段課稅公司將直接受到影響，目前鑫禾產能仍以中國地區為主，後續產能調整仍須視終端組裝廠調整狀況而定，目前來說即便在台灣生產的MIM零件仍以交到大陸組裝hinge為主，直接出貨比重仍不高。

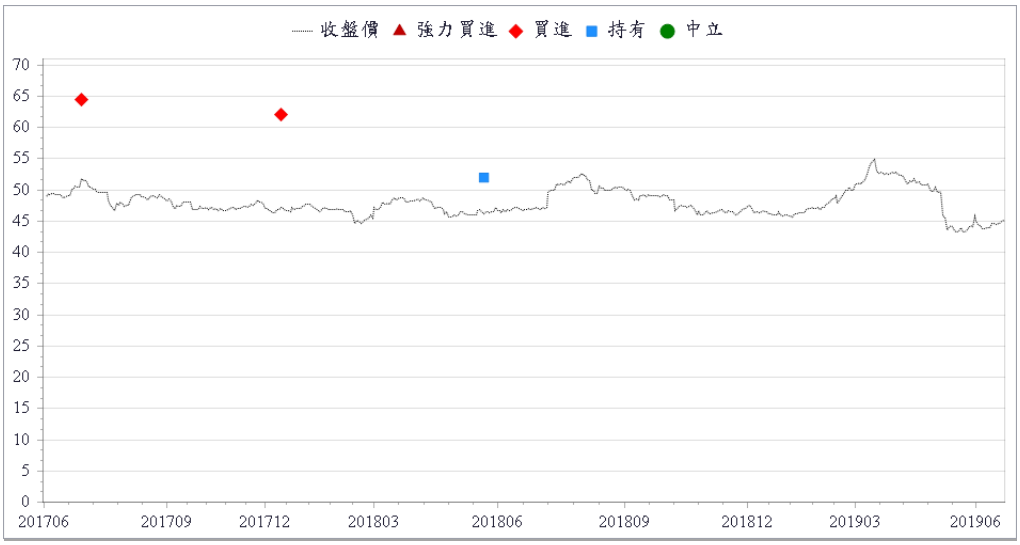
◆ **維持持有建議：**

日盛預估鑫禾2019/2020年營收22.4億/23.9億元，YoY-8.07%/+6.5%，稅後純益3.2億/4億元，YoY-32.2%/25.4%，稅後EPS 4.28/5.37元。日盛維持鑫禾持有建議，以未來4季稅後EPS及PER 9倍評價，給予目標價49元，在產品良率問題改善下，2H19~2020年營運可望回穩，目前股價位於相對低檔位置，惟後續將觀察中美貿易戰發展情形。

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
20190626	持有	49.0
20180523	持有	53.0
20171213	買進	62.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F
營業收入淨額	2,516	2,439	2,242	488	720	586	645	429	569	635	609	475
營業毛利	917	860	709	173	278	210	199	91	174	226	218	153
營業費用	316	320	323	72	79	80	89	75	81	85	83	74
營業利益	601	540	386	101	199	130	110	16	93	141	136	79
營業外收支	-97	101	24	-51	84	36	32	7	6	6	6	6
稅前純益	505	640	411	50	283	166	142	23	99	147	142	85
稅後純益	384	470	319	35	195	114	127	18	69	118	113	64
最新股本	744	744	744	744	744	744	744	744	744	744	744	744
稅後 EPS (元)	5.16	6.32	4.28	0.46	2.61	1.53	1.71	0.25	0.93	1.58	1.52	0.86
經營效率(%)												
毛利率	36.45	35.26	31.63	35.54	38.56	35.85	30.83	21.13	30.58	35.63	35.86	32.13
營業利益率	23.9	22.13	17.24	20.74	27.6	22.23	16.98	3.65	16.42	22.3	22.31	16.65
稅前純益率	20.07	26.26	18.32	10.29	39.32	28.29	21.94	5.32	17.41	23.2	23.23	17.86
稅後純益率	15.26	19.28	14.21	7.1	27.04	19.46	19.67	4.26	12.19	18.56	18.59	13.53
YoY(%)												
營收	2.4	-3.07	-8.07	2.33	8.25	-12.32	-8.62	-11.97	-20.93	8.28	-5.62	10.71
營業利益	3.94	-10.28	-28.38	5.75	28.81	-23.57	-39.51	-84.52	-52.96	8.64	24.01	405.33
稅前純益	-17.98	26.85	-35.89	41.15	79.54	6.92	-9.66	-54.48	-64.99	-11.21	-0.04	271.71
稅後純益	-14.91	22.43	-32.24	28.41	84.06	-3.31	-4.85	-47.22	-64.36	3.26	-10.81	252.09
QoQ(%)												
營收				-30.97	47.62	-18.57	10.14	-33.51	32.6	11.5	-4	-22
營業利益				-44.18	96.41	-34.43	-15.86	-85.71	496.88	51.43	-3.96	-41.79
稅前純益				-68	464.19	-41.4	-14.62	-83.88	333.97	48.61	-3.87	-40.04
稅後純益				-74.06	462.29	-41.38	11.3	-85.61	279.73	69.84	-3.87	-43.21

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	2,662	2,863	2,757
現金及約當現金	1,297	1,366	1,506
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	210	333	389
非流動資產	1,335	1,336	1,299
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,132	1,110	1,079
無形資產	--	--	--
資產總計	3,997	4,199	4,056
流動負債	781	641	476
短期借款	199	80	0
非流動負債	147	161	163
負債總計	928	802	640
股本	744	744	744
普通股股本	744	744	744
資本公積	476	462	462
保留盈餘	1,918	2,187	2,205
庫藏股票	-36	0	0
股東權益	3,069	3,397	3,416
每股淨值(元)	41.74	45.64	45.91
流動比率(%)	340.92	446.65	578.7
速動比率(%)	313.99	394.69	496.98
應收帳款週轉率(%)	2.17	2.18	0.44
負債比率(%)	23.21	19.1	15.77
稅後股東權益報酬率(%)	12.63	14.54	0.54

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	505	640	23
折舊及攤提費用	136	160	43
利息費用	2	3	0
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	--	--	--
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	92	-8	295
存貨增減	70	-123	-56
應付帳款增減	-49	-40	-54
營業活動現金流量	601	482	216
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	-262	-128	-20
處分不動產、廠房及設備	0	0	--
投資活動現金流量	-265	-140	-21
短期借款增減	29	-124	-80
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	-228	-223	--
庫藏股票增減	0	37	--
籌資活動現金流量	-200	-310	-80
淨現金流量	42	69	140

資料來源：CMoney · JS 預估

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