

桂盟(5306)

建議：買進轉中立

結論：2H20 營運將達高峰，預期 2021 年成長有限，評價已於高位

2020EPS	2021EPS	8/13收盤價	BVPS	20年PER	目標價	投資建議
11.29	12.08	180	41.89	15.9	200	中立

一、桂盟為自行車鍊條龍頭製造商

桂盟為全球最大的自行車鏈條生產商，市占率高達 70%。產品營收組合方面，自行車鍊條佔營比重 82%，摩托車鍊條佔比重 7%，汽車鍊條約佔 7%。自行車鍊條客戶包括巨大、美利達、Shimano。機車鏈條客戶則包 Honda，以及大陸客戶五羊/本田、江門大長江、輕騎/鈴木、建設雅馬哈等。目前自行車修補市場佔營收約 18%，高階自行車約佔營收比重 15%。

二、2Q20 獲利高於預期

2Q20 營收 14 億元，QoQ 29%，YoY 12%，獲利方面，毛利率 50%，毛利率表現限高於預期主因為高毛利的自行車比重達 82%與產能利用率 5 月後大幅增加，且公司管理能力佳，使得成本有效控制。2Q 有 0.06 億元呆帳回沖與疫情補助 0.09 億元。

桂盟(5306)						
unit: NT \$ mn	1Q20 (A)	2Q20 (A)	2Q20 (F)	DIFF	QoQ	YoY
Net sales	1,086	1,400	1,141	23%	29%	11.79%
Margin %	41.83%	49.34%	42.10%			
Operating profit	264	229	229			23.28%
Total non-ope inc.	25	7				
Pre-tax profit	288	236			-100%	21.95%
Net profit	217	383	179	114%	76%	63.49%
EPS	1.72	3.04	1.41	116%		

三、2H20 年營運達高峰

時序進入 3Q20，7 月 5.7 億元，創歷史新高，目前 OEM 與 AM 訂單狀況很好，接單已到 1Q21，單月營收約在 5 億元以上。5 月份以中低階產品為主，目前高檔車產品訂單開始增加。機車業務方面，東南亞 5 月營運開始回復，使得訂單持續增加，加上生產效率已提升，毛利率較以往好。

上修全年營運表現，原先預期個位數衰退，目前上修到收上修到成長 8%，獲利表現將優於營收成長。7 月份產能增加 5%，到年底可增加到 10%。

公司認為新冠肺炎會使得運動習慣改變，室內運動人口將移動到室外運動，對於自行車使用量增加 20%。歐洲政府鼓勵自行車交通使用，也對自行車行業有利。

Ebike 鍊條方面，持續增加高單價鍊條，原先預期有 15-20%成長，目前受到疫情影響，預期今年出貨較去年會衰退。

發行 CB 主因為還銀行貸款，一年可省 0.04 億元利息。巨大 2013 年認 108 元私募，處分考量為獲利了結。

目前鍊條已達 12 速，就使用空間與單價來看，相較於 10 速增加到 11 速而言，在往上發展空間較小。

預估 2020 年營收 58 億元，YoY 10%，EPS 由 7.11 元上修至 11.29 元。

四、買進轉中立理由

疫情結束後需求大幅增加，2H20 營運將達高峰，惟預期 2021 年成長有限，評價已於高位，評等由買進轉中立，目標價 200 元。

Comprehensive income statement								NT\$m	
	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,086	1,400	1,582	1,708	5,057	5,240	5,776	6,331	
Gross profit	454	691	785	848	2,139	2,143	2,778	3,082	
Operating profit	264	495	516	558	1,226	1,254	1,832	2,005	
Total non-ope inc.	25	147	12	12	33	39	196	49	
Pre-tax profit	288	642	529	570	1,259	1,293	2,029	2,054	
Net profit	217	383	400	422	948	1,007	1,422	1,522	
EPS	1.72	3.04	3.17	3.35	7.52	8.00	11.29	12.08	
Y/Y %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
Net sales	(17.1)	11.8	19.5	26.2	0.1	3.6	10.2	9.6	
Gross profit	(16.7)	28.4	43.0	66.0	0.8	0.2	29.6	10.9	
Operating profit	(19.4)	59.4	53.7	101.6	-7.1	2.3	46.2	9.4	
Net profit	(11.4)	63.5	45.9	68.6	-9.1	6.3	41.2	7.0	
Q/Q %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F					
Net sales	(19.7)	28.8	13.0	8.0					
Gross profit	(11.0)	52.0	13.7	8.0					
Operating profit	(4.7)	87.6	4.4	8.0					
Net profit	(13.2)	76.1	4.5	5.6					
Margins %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
Gross	41.8	49.3	49.7	49.7	42.3	40.9	48.1	48.7	
Operating	24.3	35.3	32.7	32.7	24.2	23.9	31.7	31.7	
Net	20.0	39.1	26.1	26.0	18.7	19.2	28.1	25.3	

