



## 個股報告

# 聯德-KY(4912)

20H2 營運有驚喜，全年回復成長動能

投資評等

目標價

買進

\$168

前次投資建議：無

報告日期：2020.8.5

研究員：唐嘉俊

### 摘要及調整原因

- 考量智能運動器材客戶銷售大幅提升，2020 年營收將出現上下半年 4 比 6 的回升，20 年全年預估營收 50.8 億，YoY+0.7%，毛利率 22.7%，稅後淨利預估 3.8 億，EPS8.0 元。
- 考量 20H2 獲利將快速回升，且展望皆優於預期，給予「買進」投資評等，6 個月目標價 168 元(21X2020(F)PER)，潛在上漲空間 32%。

#### 基本資料

2020/8/4 收盤價：	126.50
股本(百萬股)	47
市值(NT\$ 百萬)	5,950
董監持股比例	41.52%

#### 近期股價表現

	個股表現	相對大盤
一週	28.43%	27.18%
一月	52.26%	44.87%
一季	61.93%	40.05%

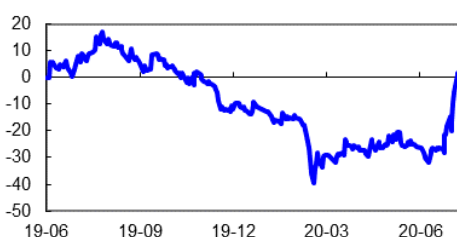
#### 法人持股

	持股比例
外資	35.07%
投信	0.00%
自營商	0.00%

#### 融資券餘額

(張數)	餘 額
融資餘額	2,105
融券餘額	367

相對大盤股價表現(%)



#### 結論與建議

- 聯德-KY 主要客戶都屬一線大廠 OEM 代工；汽車零組件客戶多為汽車一線零組件供應商，近期新增美系智能運動器材商代工。在散熱產品持續出貨及智能運動器材 20H2 銷售暢旺下，預估 20 年產品組合 3C 類產品將拉升至 70% 水準，並帶動全年營收回到成長軌道。
- 20Q2 營收客戶積極拉貨回補庫存，營收 11.29 億台幣 YoY+11.3%，QoQ28.7%，毛利率部分回到常軌預估 21.5%，EPS 1.09 元。
- 公司產能轉移回中國與台灣廠生產，八德廠部分因應疫情產能轉移擴充完成，20H2 將視客戶訂單需求持續增加資本支出。
- 展望 2020 年，聯德-KY 19 年因客戶因素導致營運出現下滑，20 年初因新冠疫情因素營運再度受創，但展望 20H2，受惠智能運動器材業務大幅提升，20 年預估營運動能將出現上下半年 4 比 6 的回升，20 年全年預估營收 50.8 億，YoY+0.7%，毛利率 22.7%，稅後淨利預估 3.8 億，EPS8.0 元。
- 聯德-KY 目前股價約處 15.8X 20(F)PER，過去股價低迷主要反映公司 19 年營運動能衰退，考量 20H2 獲利將快速回升，且展望皆優於預期，給予「買進」投資評等，6 個月目標價 168 元(21X2020(F)PER)，潛在上漲空間 32%。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

### 簡要財務預估資訊

	營收		營業利益		稅後純益		每股盈餘		每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2018	60.4	42.0	6.2	81.5	3.9	32.2	9.98	25.2	2.5	22.8	12.1	2.9
2019	50.4	-16.6	4.0	-35.3	2.7	-32.8	5.58	-44.0	2.5	13.5	19.0	2.7
2020(F)	49.7	-1.4	5.2	30.2	3.5	33.3	7.44	33.3	1.1	16.7	16.7	2.6

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

### 營運分析

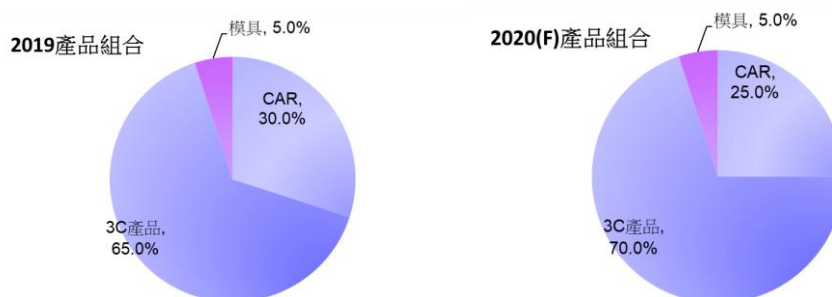
#### 疫情影響產品組合，20H1 維持營運平穩

聯德-KY 主要業務從事精密金屬模具及五金沖壓件的生產，產品應用為 3C 電子零組件，包含手機內構件、遮蔽罩，伺服器及網通散熱產品等，主要客戶都屬一線大廠 OEM 代工；汽車零組件部分則屬於 Tier2 供應商，客戶多為汽車一線零組件供應商，主要客戶多位於中國，近期新增營運動能則是為美系智能運動器材商代工主要結構件。2020 年在新冠疫情影響下，汽車終端銷售不佳，在散熱產品持續出貨及智能運動器材 H2 銷售暢旺下，預估 20 年產品組合 3C 類產品將拉升至 70% 水準，並帶動全年營收回到成長軌道。

圖一、3C 產品全年將成長至 70% 水準

聯德-KY 產品組合

單位：%



資料來源：聯德-KY；兆豐國際預估

20Q1 毛利率受打消庫存回沖，導致營收雖受疫情影響，且股本膨脹，EPS 仍達到 1.01 元，略優於去年同期。

聯德-KY 平均毛利約在 20~22%，20Q1 毛利率達 25.2% 非常態因素，毛利增加約 2 千萬台幣，主因為 19H2 公司集中打消手機類舊庫存產品，而 20Q1 客戶重新拉貨導致回沖，預計 20Q2 將回到過往正軌。20Q2 營收在疫情緩解後客戶逐漸回復常軌，積極拉貨回補庫存，營收 11.29 億台幣 YoY+11.3%，QoQ28.7%，毛利率部分回到常軌預估 21.5%，EPS 1.09 元。

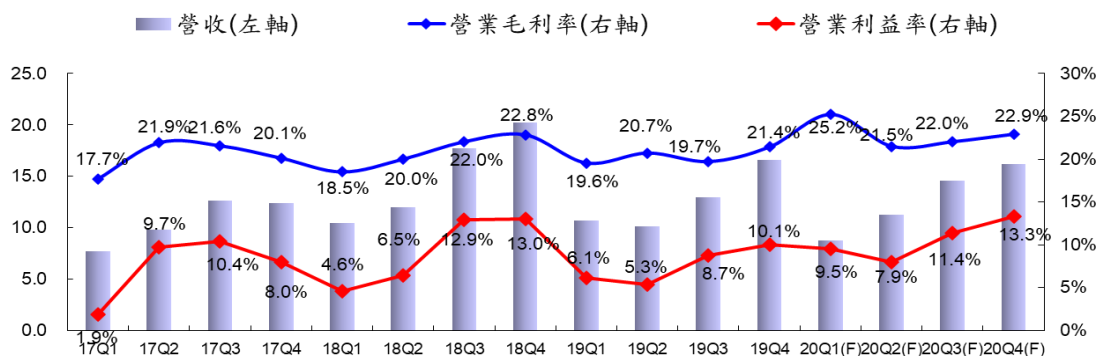
評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

圖二、聯德-KY 受惠庫存回沖與客戶積極拉貨，營運回復成長  
聯德-KY 各季營收及獲利走勢預估



資料來源：聯德-KY；兆豐國際預估

### 產能調整完成，疫情導致停工因素緩解

聯德-KY 因應疫情調整產能分配，大致上已完成後續因應措施

公司生產工廠分散於各地，20Q1 菲律賓廠受制疫情爆發導致菲律賓封城，公司已緊急將部份產能轉移回中國與台灣廠生產，資本支出部分已支出約 200 萬美金，20H2 仍預估將有 300 萬美金資本支出將陸續開出；泰國部分產能也受疫情影響介於損平之間，每周產能利用率約在 45~50%，需靜待疫情緩解後才能完全恢復；捷克部分則是拉升到 50%稼動率，單月也達到損平。中國廠衰退幅度則約在 10%左右。台灣八德廠部分則因應疫情產能轉移部份擴充完成，但是否進一步擴充更多產能。端看 20H2 客戶新產品進度與訂單量而定做調整。

### 舊客戶仍維持出貨，多項新產品持續研發，特定客戶出現急單

行動裝置客戶堪稱平穩，智能運動器材商則出現大量急單

行動裝置產品線部分，下游組裝/機殼廠客戶近期因終端客戶產能分配問題穩定性略為不足，對於公司出貨預估上越發困難，但終端品牌廠中低階手機銷售狀況佳，新品部分第三季亦逐步放量，因此以 2020 全年來看，聯德-KY 在相關產品應用仍能維持 19 年同期營運動能。7 月開始北美智能運動器材商銷售狀況受疫情影響由商業健身房快速轉換為家用需求，客戶家用智能健身器材銷售持續量增，導致公司相關零組件出現爆量急單，較原先全年預估量增長約 2 倍以上，客戶耕耘有成外，公司正評估切入此美系運動器材商組裝業務，預計時程暫定在 2021 年底。散熱部分也有新客戶送樣中，預估持續增溫，美/非美都有散熱零組件拉貨，八德新廠未來預計增加的新產能就屬於消費型電子/伺服器散熱需求，品項包含家電、電信商伺服器類。手機散熱部分則配合日系散熱廠合作開發主攻中、韓系未來 5G 手機散熱需求，公司散熱模組客戶為世界一線大廠，但因個別民族因素導致無法切入中系供應鏈，聯德為其長期 OEM 供應商，技術與台灣同業相較皆屬一線廠，預估未來中系手機訂單與同業競爭仍能維持優勢。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



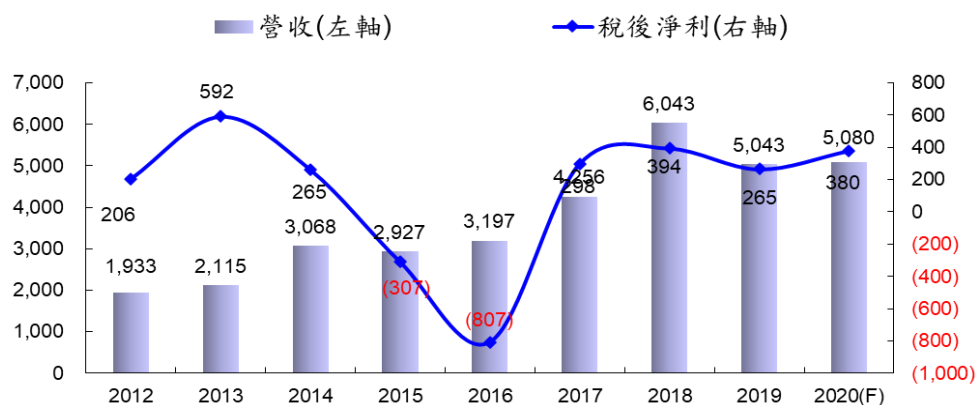
## 個股報告

### 20H2 訂單能見度優於預期，全年營運小幅成長

20Q3 及 20Q4 展望皆優於公司原先預期，給予「買進」投資評等，目標價 168 元

聯德-KY 2019 年因機殼客戶對終端品牌廠滲透率逐漸縮減，導致營運出現下滑，且 20 年初因新冠疫情因素營運再度受創，但展望 20H2，受惠於散熱新品/新客戶將陸續開始貢獻，智能運動器材業務預料之外的大幅提升，20 年預估營運動能將出現上下半年 4 比 6 的回升，預估第三季、第四季營收分別 14.55 億、16.20 億，毛利率維持在平均水準 22%、22.9%，成長性 QoQ+28.9%、+11.3%，EPS 分別為 2.46 元、3.43 元。20 年全年則預估營收 50.8 億，YoY+0.7%，毛利率 22.7%，稅後淨利預估 3.8 億，EPS 8.0 元。

圖三、2020 年下半年營運回升，回到成長軌跡  
各年度營收及獲利走勢預估



資料來源：聯德-KY；兆豐國際預估

圖四、聯德-KY(4912) P/E Band



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。





## 個股報告

### 財務報表

#### 季度損益表

單位：新台幣百萬元

4912 聯德-KY	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3(F)	20Q4(F)	2020(F)
營業收入淨額	6,043	1,072	1,014	1,298	1,659	5,043	877	1,129	1,455	1,620	5,080
營業成本	4,757	862	804	1,042	1,303	4,012	656	886	1,134	1,249	3,925
營業毛利	1,286	210	210	256	355	1,031	221	242	321	371	1,155
營業費用											
推銷費用	200	42	43	34	50	169	34	41	42	41	158
管總費用	317	72	82	79	107	340	75	79	81	82	317
研究發展費用	152	30	31	30	31	123	28	33	32	33	126
營業費用合計	668	144	156	143	189	631	137	153	155	156	601
營業淨利(損)	618	66	54	113	167	400	84	89	166	215	554
營業外收支											
利息收入	10	1	2	1	5	8	1	2	2	2	7
利息支出	46	15	9	11	23	59	13	12	11	11	47
投資損益淨額	-	-	-	-	(0)	(0)	-	-	-	-	-
其他收支淨額	(28)	-1	-9	-7	11	(6)	-2	-10	-2	5	(9)
營業外收支淨額合計	(64)	-15	-17	-18	-7	-57	-13	-20	-11	-4	-48
稅前淨利	554	51	37	95	160	343	70	69	155	211	506
所得稅費用(利益)	137	11	-1	25	39	75	22	16	36	45	118
非常項目淨額	23	0	-1	2	2	3	1	2	2	3	8
稅後淨利	394	40	39	68	119	265	48	52	117	163	380
普通股股本	395	396	396	475	475	475	475	475	475	475	475
每股盈餘(元)	9.98	1.00	0.98	1.43	2.50	5.58	1.01	1.09	2.46	3.43	8.00
季成長分析(QoQ,%)											
營收成長率		-47.1	-5.4	28.0	27.8		-47.1	28.7	28.9	11.3	
營業毛利成長率		-54.7	0.2	21.8	38.9		-37.8	9.7	32.2	15.8	
營業利益成長率		-75.1	-18.1	110.0	47.4		-49.9	7.1	85.0	30.0	
稅前淨利成長率		-80.1	-26.8	157.7	67.4		-55.9	-1.2	122.4	36.7	
稅後淨利成長率		-78.3	-2.7	75.7	74.9		-59.7	8.2	125.7	39.1	
年成長分析(YoY,%)											
營收成長率	42.0	2.3	-15.4	-26.7	-18.2	-16.6	-18.2	11.3	12.1	-2.3	0.7
營業毛利成長率	47.4	8.0	-12.4	-34.3	-23.2	-19.8	5.4	15.4	25.2	4.4	12.0
營業利益成長率	81.5	37.8	-30.4	-50.5	-36.9	-35.3	27.0	66.1	46.4	29.0	38.6
稅前淨利成長率	40.5	-39.2	106.5	-52.2	-37.0	-38.2	39.1	87.7	62.1	32.3	47.6
稅後淨利成長率	32.2	-46.9	1,367.0	-49.2	-35.2	-32.8	20.7	34.1	72.2	37.0	43.2
獲利分析(%)											
營業毛利率	21.3	19.6	20.7	19.7	21.4	20.4	25.2	21.5	22.0	22.9	22.7
營業利益率	10.2	6.1	5.3	8.7	10.1	7.9	9.5	7.9	11.4	13.3	10.9
稅前淨利率	9.2	4.7	3.6	7.3	9.6	6.8	8.0	6.2	10.6	13.0	10.0
稅後淨利率	6.5	3.7	3.8	5.2	7.2	5.3	5.5	4.6	8.0	10.0	7.5
實質所得稅率	24.7	22.3	-3.0	26.3	24.6	21.8	31.0	22.5	23.0	21.5	23.4

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

資產負債表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
流動資產			
現金及約當現金	550	942	1,658
存貨	901	737	751
應收帳款及票據	2,226	2,081	2,123
其他流動資產	132	192	196
<b>流動資產合計</b>	<b>3,808</b>	<b>3,953</b>	<b>4,729</b>
其他資產			
長期投資合計	0	0	0
固定資產	1,288	2,097	1,501
什項資產	305	180	403
<b>其他資產合計</b>	<b>1,593</b>	<b>2,276</b>	<b>1,903</b>
<b>資產總計</b>	<b>5,401</b>	<b>6,229</b>	<b>6,632</b>
流動負債			
應付帳款及票據	1,435	1,650	1,683
短期借款	1,009	965	802
什項負債	288	359	367
<b>流動負債合計</b>	<b>2,732</b>	<b>2,974</b>	<b>2,851</b>
長期負債			
長期借款	792	1,281	1,490
其他負債及準備	0	0	0
<b>長期負債合計</b>	<b>792</b>	<b>1,281</b>	<b>1,490</b>
<b>負債總計</b>	<b>3,524</b>	<b>4,256</b>	<b>4,341</b>
股東權益			
普通股股本	395	475	475
特別股股本	0	0	0
資本公積	784	802	802
保留盈餘	676	745	1,072
其他項目	21	-48	-57
<b>股東權益總計</b>	<b>1,877</b>	<b>1,973</b>	<b>2,292</b>
<b>負債與股東權益總計</b>	<b>5,401</b>	<b>6,229</b>	<b>6,632</b>

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

現金流量表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
本期淨利	382	259	387
折舊及攤提	172	257	142
本期營運資金變動	-123	534	-23
其他營業資產及負債變動	10	8	8
<b>營業活動之淨現金流入(出)</b>	<b>442</b>	<b>1,058</b>	<b>514</b>
資本支出淨額	-447	-1,055	458
本期長期投資變動	-10	-8	-8
其他資產變動	78	115	-227
<b>投資活動之淨現金流入(出)</b>	<b>-379</b>	<b>-948</b>	<b>223</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>62</b>	<b>110</b>	<b>737</b>
現金增資	0	-164	-52
本期負債變動	6	445	45
其他長期負債變動	-128	1	-13
<b>融資活動之淨現金流入(出)</b>	<b>-122</b>	<b>282</b>	<b>-20</b>
<b>本期現金與約當現金增加數</b>	<b>-60</b>	<b>392</b>	<b>716</b>
期初現金與約當現金餘額	610	550	942
<b>期末現金與約當現金餘額</b>	<b>550</b>	<b>942</b>	<b>1,658</b>

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

重要財務比率分析

	2018	2019	2020F
<b>年成長率(%)</b>			
營業收入	42.0	-16.6	0.7
營業利益	81.5	-35.3	38.6
稅後純益	32.2	-32.8	43.2
<b>獲利能力分析(%)</b>			
營業毛利率	21.3	20.4	22.7
營業利益率	10.2	7.9	10.9
稅後純益率	6.5	5.3	7.5
資產報酬率	7.6	4.5	6.0
股東權益報酬率	23.6	22.8	13.5
<b>償債能力分析</b>			
負債/股東權益(%)	96.4	114.4	100.0
流動比率(X)	1.4	1.3	1.7
<b>每股資料分析</b>			
每股盈餘(NT\$元)	10.0	5.6	8.0
本益比(X)	12.1	19.0	15.5
每股淨值(NT\$元)	47.3	41.4	48.3
股價淨值比(X)	2.9	2.7	2.6
每股現金股利(NT\$元)	2.5	2.5	1.1
現金股利殖利率(%)	2.1	2.4	0.9

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。