

永冠-KY(1589)

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 陳立達 Newda Chen
newda23@masterlink.com.tw

評等

日期: 2020/8/14
目前收盤價 (NT\$): 97.3
目標價 (NT\$): 150
52 週最高最低(NT\$): 48-101.5
加權指數: 12795.46

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,056
市值 (NT\$/mn): 10,270
市值 (US\$/mn): 342
20 日平均成交量(仟股): 9,970
PER (2020): 21.03
PBR (2020): 1.23
外資持股比率: 7.88
TCRI: 6

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	27.5	64.1	68.3
加權指數報酬率	4.8	18.7	8.3

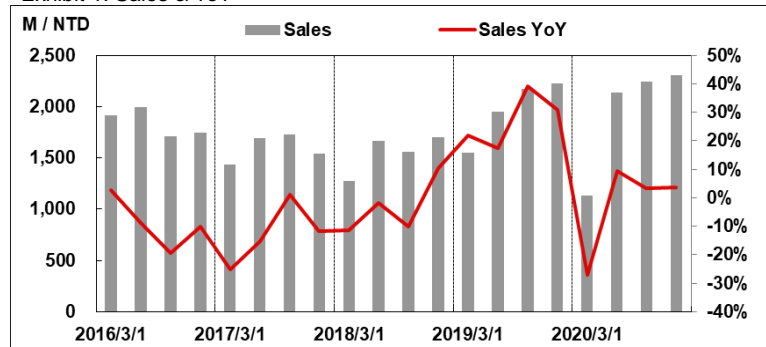
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	150	120
營業收入 (NT\$/mn)	7,818	7,818
毛利率 (%)	21.36	21.74
營益率 (%)	6.81	7.53
EPS (NT\$)	4.63	4.82
BVPS(NT\$)	77.2	77.4



台中港廠展望樂觀

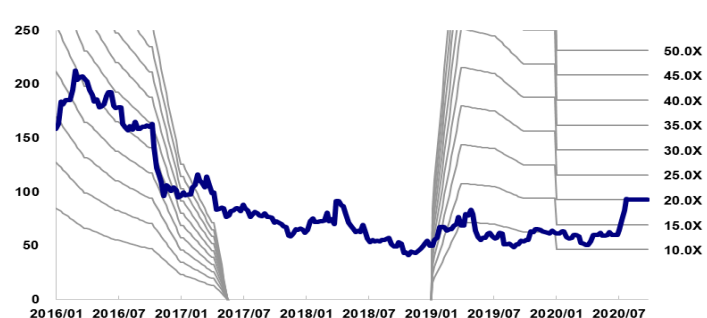
- 永冠-KY(1589)公告 2Q 財報，毛利率 21.77%，營業利益 1.54 億元，稅後獲利 1.93 億元，QoQ 轉盈，YoY 908%，EPS 1.83 元，表現低於預期。低於預期主因為毛利率因 4、5 月費仍使用高價原料，加上提撥員工紅利獎金，使得獲利表現低於預期。
- 公司預期 3Q 營運表現將優於第二季，且低價料使用比重提升，獲利將高於 2Q。明年風電訂單量已談妥，將優於今年 10%，加上產業機械景氣回升，預期營運將優於 2020 年。由於受到新冠肺炎影響，歐洲兩家重要鑄件廠破產或倒閉，使得客戶積極來台詢問，有助於未來台中港廠外銷商機。
- 台中港廠方面，總投資金額 50 億元，台中港預計 2021 年完工，預計 2022 年 2Q 投產。永冠-KY 成為歐洲、中國以外的離岸風電生產基地，未來大型鑄件產品將由台灣廠外銷至亞洲離岸風電。公司對於台中港廠未來營運展望樂觀，除了本土化需求外，認為離岸風電鑄件進入門檻高，台中港廠具成本與地理位置優勢，未來外銷產能預計 3 年內可滿載。目前台中港供應台灣離岸風電需求一年 1.5-2 萬噸，獲利貢獻一年 EPS 貢獻 3 元，未來外銷商機預估 EPS 貢獻 5 元。
- 維持買進，上調目標價：投資建議上，7 月推薦以來股價漲幅已達 50%，不過元富持續看好台灣政府推動離岸風電政策決心與永冠-KY 台中廠獲利貢獻，維持買進評等，目標價由 120 元上修至 150 元。

Exhibit 1: Sales & YoY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: P/E Band



Sources : Masterlink

What's new:

1. 2Q20 財報表現低於預期

2Q20EPS 1.83 元，略於預期

永冠-KY(1589)公告 2Q 財報，毛利率 21.77%，營業利益 1.54 億元，稅後獲利 1.93 億元，QoQ 轉盈，YoY 908%，EPS 1.83 元，表現低於預期。低於預期主因為毛利率因 4、5 月費仍使用高價原料，加上提撥員工紅利獎金，使得獲利表現低於預期。

永冠-KY 財務變化

永冠-KY(1589)							
unit: NT \$ mn	1Q20 (A)	2Q20 (A)	2Q20 (F)	DIFF	QoQ	YoY	累積YoY
Net sales	1,130	2,136	2,136	0%	89%	9.49%	-6.77%
Margin %	11.19%	21.77%	23.18%				
Operating profit	-111	154	211	-27%	-238%	222.66%	335.83%
Total non-ope inc.	-17	69	40				
Pre-tax profit	-128	223	250	-11%	-274%	532.57%	轉盈
Net profit	-112	193	213	-9%	-272%	907.52%	轉盈
EPS	(1.06)	1.83	2.02	-9%			

Source: 永冠-KY、Masterlink

2. 2H20 營運持續往上，2021 年獲利持續成長

公司預期 3Q 營運表現將優於第二季

時序進入 3Q，3Q 訂單已接滿，80%皆為風電，4Q 目前展望也樂觀，主因為產業機械訂單有機會回升。7 月營收 8.02 億元，MOM 11%，YOY 19%，累積前 7 月營收 YoY -2.6%，表現優於預期。

公司預期 3Q 營運表現將優於第二季，且低價料使用比重提升，獲利將高於 2Q。明年風電訂單量已談妥，將優於今年 10%，加上產業機械景氣回升，預期營運將優於 2020 年。由於受到新冠肺炎影響，歐洲兩家重要鑄件廠破產或倒閉，使得客戶積極來台詢問，有助於未來台中港廠外銷商機。

產業注塑機與機器方面訂單部分，1H20 年目前受到貿易戰影響，訂單大幅低於預期，2H20 年景氣緩步回升，2021 年正式復甦。

財務方面，預估 2020 年 EPS 4.8 元，預期 2021 年產業機械回溫後，EPS 7.1 元，2022 年後台中港場加入營運，EPS 可望增加 3-8 元。

3. 台中港廠將為永冠帶來獲利成長動能

6 月份，政府招開離岸風電區段開發會議，區段開發期間延長至 2026 年到 2035 年，以 10 年 10GW 規模推動，原則上一年建置 1GW。第一階段為資格審查，以技術、財務能力、產業承諾(國產化)等條件進行審查；第二階段為價格評比，國產化仍為區段開發資格項目，台灣離岸風電供應商商機由 2025 年延長至 2035 年。

西門子歌美颯 2020 年 5 月宣布擴大台中港機艙組裝廠投資，為西門子歌美颯在歐洲之外第一個機艙組裝廠，未來會朝「出口導向」為目標。MHI Vestas 本土化與建置離岸風電產業鏈亦積極，已與多家廠商簽訂本土化供應合約。全球兩大風力風機製造商皆來台灣設廠與簽訂供應合約看來，台灣離岸風電產業在政府強力支持下，成功將亞洲離岸風電先機留在台灣，未來有機會成為亞洲離岸風電零件出口大國。

台中港廠方面，總投資金額 50 億元，台中港預計 2021 年完工，預計 2022 年 2Q 投產。一開始生產 3 萬噸 產能 8~10 萬噸，已西門子與 MHI 簽合約，場地在西門子場地旁邊，台灣離岸風電每年需要 1.5~2 萬噸鑄件，目前規劃產出 8MW(西門子)與 9.5MW(MHI)，場地最大可生產 14MW(為全球唯一供應)。永冠-KY 成為歐洲、中國以外的離岸風電生產基地，未來大型鑄件產品將由台灣廠外銷至亞洲離岸風電。西門子擴大投資，要求成為自貿港，為亞洲第一個離岸風電生產公司，主要著眼於以台中港為基地未來外銷亞洲，使得台灣成為亞洲離岸風電生產重鎮。公司對於台中港廠未來營運展望樂觀，除了本土化需求外，認為離岸風電鑄件進入門檻高，台中港廠具成本與地理位置優勢，未來外銷產能預計 3 年內可滿載。目前台中港供應台灣離岸風電需求一年 1.5-2 萬噸，獲利貢獻一年 EPS 貢獻 3 元，未來外銷商機預估 EPS 貢獻 5 元。

永冠-KY 產品變化

營收比重	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
能源類	48%	59%	53%	35%	27%	55%	75%	70%
能源類 YoY	43%	39%	-18%	-43%	-24%	158%	34%	5%
注塑機	25%	22%	25%	34%	36%	20%	12%	16%
YoY	17%	-1%	3%	18%	2%	-29%	-41%	51%
機械業與其他	27%	19%	22%	31%	37%	25%	13%	17%
YoY	0%	-21%	5%	22%	15%	-15%	-48%	48%
Total Sales	7,206	8,122	7,374	6,404	6,196	7,900	7,818	8,834
Sales YoY	22%	13%	-9%	-13%	-3%	28%	-1%	13%
永冠毛利率	31%	33%	33%	22%	13%	17%	21%	23%
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
出貨噸數(Ton)	134,500	152,362	145,000	145,623	133,562	164,117	172,323	186,109
YoY	12%	13%	-5%	0%	-8%	23%	5%	8%

Source: 永冠-KY、Masterlink

投資建議上，7 月推薦以來股價漲幅已達 50%，不過元富持續看好台灣政府推動離岸風電政策決心與永冠-KY 台中廠獲利貢獻，維持買進評等，目標價由 120 元上修至 150 元。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	6,404	6,196	7,900	7,818	
COGS	4,972	5,365	6,529	6,148	
Gross profit	1,432	831	1,371	1,670	
Operating expense	1,137	1,076	1,159	1,137	
Operating profit	295	-245	212	533	
Total non-operate. Inc.	46	13	9	51	
Pre-tax profit	342	-232	221	584	
Total Net profit	258	-274	164	481	
Minority	-13	5	1	-7	
Net Profit	270	-279	163	489	
EPS (NT\$)	2.28	-2.50	1.54	4.63	
Y/Y %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Sales	11.7	(3.3)	27.5	(1.0)	
Gross profit	19.1	(42.0)	65.0	21.8	
Operating profit	22.8	虧損	轉盈	150.6	
Pre-tax profit	19.0	虧損	轉盈	163.7	
Net profit	18.8	虧損	轉盈	199.8	
EPS	18.8	虧損	轉盈	199.8	
Margins %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Gross	22.4	13.4	17.4	21.4	
Operating	4.6	(4.0)	2.7	6.8	
EBITDA	12.7	5.5	10.7	14.8	
Pre-tax	5.3	(3.7)	2.8	7.5	
Net	4.2	(4.5)	2.1	6.3	

Comprehensive Quarterly Income Statement					
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,130	2,136	2,242	2,310	
Gross profit	127	465	535	544	
Operating profit	-105	164	243	247	
Total non-op. inc.	-23	59	-0	-0	
Pre-tax profit	-128	223	242	247	
Net profit	-112	192	203	206	
EPS	-1.06	1.82	1.92	1.95	
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
Net sales	(27.2)	9.5	3.4	3.6	
Gross profit	(42.0)	52.7	37.0	18.5	
Operating profit	虧損	220.5	134.6	143.5	
Net profit	虧損	903.1	155.6	20.5	
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
Net sales	(49.3)	89.0	5.0	3.0	
Gross profit	(72.4)	267.6	15.0	1.7	
Operating profit	虧損	轉盈	48.4	1.7	
Net profit	虧損	轉盈	5.5	1.7	
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
Gross	11.2	21.8	23.8	23.5	
Operating	(9.3)	7.7	10.8	10.7	
Net	(9.9)	9.0	9.0	8.9	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	3,316	3,045	2,151	2,561	
Marketable securities	181	0	0	0	
A/R & N/R	2,026	2,038	2,533	2,234	
Inventory	1,256	1,353	1,596	1,366	
Others	517	466	412	432	
Total current asset	7,296	6,902	6,691	6,593	
Long-term invest.	0	0	0	5	
Total fixed assets	6,279	6,161	6,027	6,111	
Total other assets	747	670	921	960	
Total assets	14,483	14,573	14,415	13,668	
Short-term Borrow	523	1,764	1,823	1,276	
A/P & N/P	1,136	1,008	1,147	1,008	
Other current liab.	2,971	500	626	519	
Total current liab.	4,630	3,272	3,596	2,803	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	110	2,724	2,482	2,532	
Total liability.	4,768	6,003	6,333	5,151	
Common stocks	1,188	1,116	1,056	1,056	
Reserves	6,205	5,838	5,553	5,553	
Retain earnings	2,030	1,282	1,309	1,909	
Total Equity	9,715	8,571	8,082	8,518	
Total Liab. & Equity	14,483	14,573	14,415	13,668	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	270	-279	163	489	
Dep & Amort	467	527	521	515	
Investment income	-9	-34	-35	0	
Changes in W/C	89	49	-184	389	
Other adjustment	-655	-96	-764	-382	
Cash flow – ope.	163	167	-300	1,010	
Capex	-137	-75	-106	-85	
Change in L-T inv.	-2	-0	-4	-5	
Other adjustment	69	-369	27	-97	
Cash flow – inve.	-69	-445	-83	-186	
Free cash flow	26	93	-405	925	
Inc. (Dec.) debt	516	4,337	1,536	980	
Cash dividend	-386	-171	0	-53	
Other adjustment	-213	-3,883	-1,919	-1,342	
Cash flow – Fin.	-83	282	-383	-414	
Exchange influence	-54	-215	-66	0	
Change in Cash	-44	-210	-832	410	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
ROA	1.83	-1.92	1.12	3.48	
ROE	2.73	-3.05	1.96	5.89	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2020 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.