

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2069 TT 運鋁	買進 目標價 32	運鋁的投資評等為買進，目標價32元，潛在漲幅為22%，主要理由如下： (1) 9月起營運好轉，4Q17本業營運樂觀，4Q17與3Q18業外尚有處分土地獲利挹注； (2) 2018年起寧海新廠投產，長期營運看好。

研究員 林秋香
 mandylin@jsun.com

重點摘要

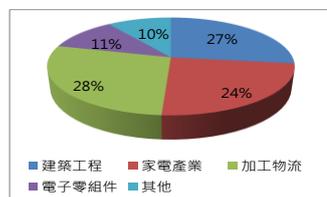
近期投資評等

日期	評等
11/06/2017	買進

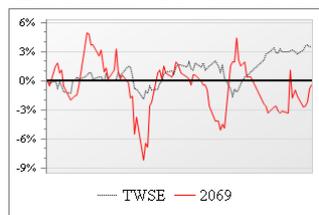
公司基本資料

收盤價(元)(11/03/2017)	25.50
股本(百萬元)	1,406
總市值(億元)	35.9
每股淨值(元)	32.15
外資持股比(%)	0.14
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	254
融資餘額(11/03/2017)	4,350

產品比重



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **2Q17 因原料波動劇烈，公司呈現虧損，9月後營運已漸趨穩；2Q17 因原物料價格急遽下跌，而運鋁原料成本仍在高檔，故公司整體毛利率由 1Q17 的 11.4% 下滑至 4.4%，2Q17 單季呈現虧損。公司 3Q17 營收為 21.33 億元，YoY+10.14%，因高價原料庫存已於 3Q17 慢慢消化完畢，台灣運鋁與中國奇億 9 月起毛利率均已回升至正常水準，故 3Q17 獲利可望較 2Q17 明顯改善。**
- ◆ **本業獲利好轉，加上公司寧波舊廠處分利益，4Q17 獲利將大幅躍升；4Q17 以來，原物料價格再度因環保問題、全球經濟好轉、與電動車電池用鎳需求增加而走升，故台灣運鋁與中國奇億本業營運狀況均持續好轉，加上奇億寧海新廠將於 4Q17 完工，舊廠土地則以約台幣 16 億元出售予寧波政府，其中 8 億元款項已於 10 月入帳，剩餘 8 億元款項預估將於 3Q18 入帳，可望帶動今明兩年獲利大幅成長。預估運鋁 4Q17 營收為 23.12 億元，YoY+5.04%，稅後淨利為 7.77 億元，EPS 為 5.52 元。**
- ◆ **2018 年展望樂觀，評價仍低，給予買進投資建議；台灣運鋁部分，2018 年銷售量可望維持 YoY+10%；另外，公司表面處理產線進行汰換，預估 2017 年底完成，2018 年起產品品質提升，將有利於公司接單表現。中國奇億部分，預估在寧海新廠帶動下，銷售量將重回成長趨勢，加上毛利率較高之 3C 產品出貨比重可望提升，故獲利展望樂觀。預估運鋁 2017 年營收為 87.57 億元，YoY+17.3%，稅後淨利為 8.74 億元，EPS 為 6.22 元(若扣除寧波舊廠處分利益後為 1.44 元)；並預估 2018 年營收為 100.61 億元，YoY+14.9%，稅後淨利為 11.23 億元，EPS 為 7.99 元(若扣除寧波舊廠處分利益後為 3.21 元)。公司目前評價為 2018(F) PBR 0.79X，因未來營運展望佳，預估公司評價仍有向上空間，故給予買進評等，目標價為 2018(F)PBR 1X。**

單位:百萬元	2017F	2018F	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	8,757	10,061	2,210	2,103	2,133	2,312	2,423	2,443
營業毛利	758	1,085	251	92	150	265	272	248
營業利益	314	581	141	-6	43	136	154	129
稅後純益	874	1,123	85	-14	27	777	120	99
稅後 EPS(元)	6.22	7.99	0.60	-0.10	0.19	5.52	0.85	0.70
毛利率(%)	8.66	10.78	11.37	4.37	7.03	11.47	11.24	10.17
營業利益率(%)	3.59	5.78	6.39	-0.29	2.03	5.87	6.34	5.27
稅後純益率(%)	9.98	11.16	3.83	-0.68	1.27	33.6	4.95	4.05
營業收入 YoY/QoQ(%)	17.29	14.9	0.4	-4.84	1.42	8.4	4.81	0.82
營業利益 YoY/QoQ(%)	-17.09	85.01	-2.25	-15.03	--	213.07	13.22	-16.17
稅後純益 YoY/QoQ(%)	211.17	28.48	-30.28	-0.31	--	2,758.85	-84.57	-17.41

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **運鋁為不銹鋼材料加工製造廠：**

運鋁成立於 1987 年，並於 2016/3 掛牌上市，為國內不銹鋼專業加工廠。運鋁有台灣運鋁與中國寧波奇億兩廠，其中台灣廠以從事不銹鋼剪裁與分條為主，產品主要應用在加工物流和建築工程，月產能約 6,000 噸，其中鎳鉻系(300 系)產品占比約 90%、鉻系(400 系)產品占比 10%。中國寧波奇億廠，因有能力自行冷軋與加工，其可將鋼品切薄，故產品可廣泛運用於 3C、家電用品、汽車飾條與燃料電池產業，奇億目前月產能為 6,000 噸，其中鎳鉻系產品占比約 20%、鉻系占比約 80%，寧海新廠於 4Q17 完工後，預估 2018 年起月產能則可增加至 9,000 噸。

表一、運鋁歷年銷售量

銷售噸數	2013	2014	2015	2016
台灣運鋁	55,598	63,445	67,256	73,975
中國奇億	67,424	63,352	61,889	67,931
合併	123,022	126,797	129,145	141,906

資料來源：運鋁

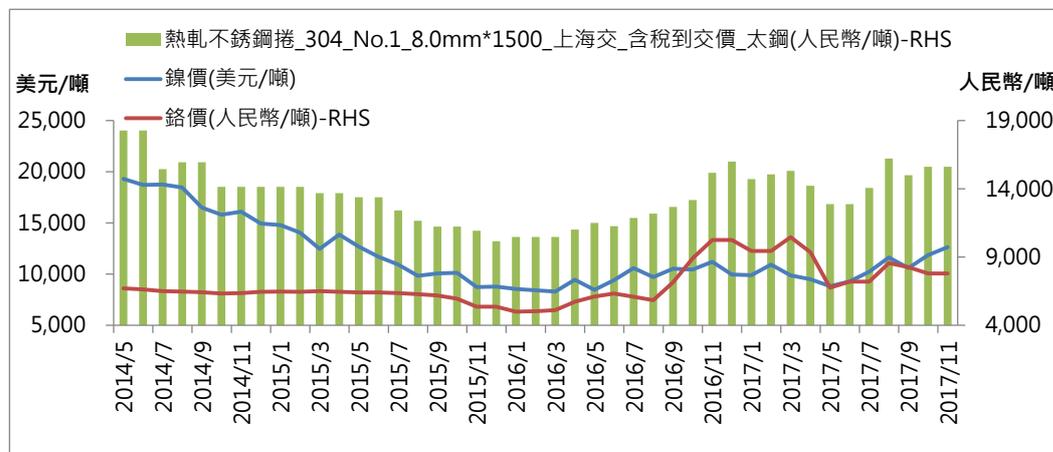
◆ **2Q17 因原料波動劇烈，公司呈現虧損，9 月後營運已漸趨穩：**

運鋁毛利率與原物料價格波動息息相關，因鎳價波動較為劇烈，故台灣廠毛利率波動度大；鉻價向來平穩，4Q16 起因中國環保政策，故鉻價大幅飆漲，2Q17 因原物料(鎳、鉻)與不銹鋼價格急遽下跌，而公司原料成本仍在高檔，故公司整體毛利率由 1Q17 的 11.4% 下滑至 4.4%，2Q17 單季呈現虧損。公司 3Q17 營收為 21.33 億元，YoY+10.14%，因高價原料庫存已於 3Q17 慢慢消化完畢，台灣運鋁與中國奇億 9 月起毛利率均已回升至正常水準，故 3Q17 獲利可望較 2Q17 明顯改善，預估稅後淨利為 0.27 億元，EPS 為 0.19 元。

◆ **本業獲利好轉，加上公司寧波舊廠處分利益，4Q17 獲利將大幅躍升：**

因 4Q17 以來，原物料價格因環保問題、全球經濟好轉、與電動車電池用鎳需求增加而再度走升，公司產品售價亦有上調，故台灣運鋁與中國奇億本業營運狀況均持續好轉，加上奇億寧海新廠將於 4Q17 完工，舊廠土地則以約台幣 16 億元出售予寧波政府，其中 8 億元款項已於 10 月入帳，剩餘 8 億元款項預估將於 3Q18 入帳，可望帶動今明兩年獲利大幅成長。預估運鋁 4Q17 營收為 23.12 億元，YoY+5.04%，稅後淨利為 7.77 億元，EPS 為 5.52 元。

圖一、鎳與鎳價走勢



資料來源：CMoney、Bloomberg

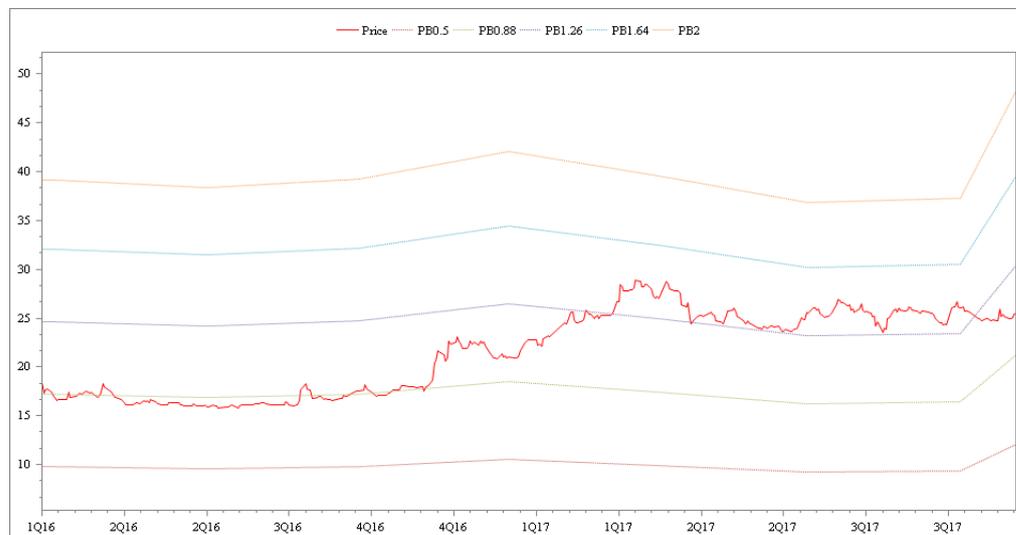
◆ 寧海新廠量產，奇億未來營運可期：

奇億寧海新廠月產能約 9,000 噸，產能較舊廠增加 50%，資本支出約 20 億元，預估 2017 年底試車，2Q18 進行量產。3C 產品為公司未來發展重點之一，惟之前受限於設備，無法承接某些高端 3C 產品。新廠設備較為先進，未來完工後，公司將有能力承接此類訂單，因 3C 產品單價與毛利率均優於其他產品，故寧海新廠可望帶動奇億未來營運成長動能。

◆ 2018 年展望樂觀，評價仍低，給予買進投資建議：

台灣運錫 2016 年銷售量約 7.4 萬噸，預估 2017 年銷售量約 8 萬噸，預估 2018 年銷售量亦可望維持 YoY+10%；另外，公司表面處理產線進行汰換，預估 2017 年底將完成，2018 年起產品品質提升，亦有利於公司接單表現。中國奇億部分，2016 年銷售量約 6.8 億噸，因 1H17 原物料價格波動劇烈，銷售量較低，預估 2017 年銷售量將低於 2016 年，展望 2018 年，預估在寧海新廠帶動下，銷售量將重回成長趨勢，加上毛利率較高之 3C 產品出貨比重可望提升，故獲利展望樂觀。整體而言，預估運錫 2017 年營收為 87.57 億元，YoY+17.3%，稅後淨利為 8.74 億元，EPS 為 6.22 元（若扣除寧波舊廠處分利益後為 1.44 元）；並預估 2018 年營收為 100.61 億元，YoY+14.9%，稅後淨利為 11.23 億元，EPS 為 7.99 元（若扣除寧波舊廠處分利益後為 3.21 元）。公司目前評價為 2018(F) PBR 0.79X，因未來營運展望佳，預估公司評價仍有向上空間，故給予買進評等，目標價為 2018(F)PBR 1X。

PB 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
20171106	買進	32.0
20170224	買進	31.0
20161115	持有/中立	20.8

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年11月6日

損益表

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	7,466	8,757	10,061	1,804	1,936	2,201	2,210	2,103	2,133	2,312	2,423	2,443
營業毛利	789	758	1,085	183	216	267	251	92	150	265	272	248
營業費用	410	444	504	93	109	123	110	98	107	129	119	120
營業利益	379	314	581	91	108	144	141	-6	43	136	154	129
營業外收支	-53	727	756	-14	-10	-11	-39	-12	-11	789	-11	-11
稅前純益	326	1,041	1,337	77	98	133	102	-18	32	925	143	118
稅後純益	281	874	1,123	67	83	121	85	-14	27	777	120	99
最新股本	1,406	1,406	1,406	1,406	1,406	1,406	1,406	1,406	1,406	1,406	1,406	1,406
稅後 EPS(元)	2.00	6.22	7.99	0.48	0.59	0.86	0.60	-0.10	0.19	5.52	0.85	0.70
經營效率(%)												
毛利率	10.57	8.66	10.78	10.16	11.18	12.14	11.37	4.37	7.03	11.47	11.24	10.17
營業利益率	5.08	3.59	5.78	5.02	5.57	6.56	6.39	-0.29	2.03	5.87	6.34	5.27
稅前純益率	4.37	11.89	13.29	4.24	5.06	6.06	4.62	-0.85	1.52	40	5.89	4.82
稅後純益率	3.76	9.98	11.16	3.73	4.27	5.51	3.83	-0.68	1.27	33.6	4.95	4.05
YoY(%)												
營收	-2.4	17.29	14.9	-14.07	-6.63	20.59	44.92	16.58	10.14	5.04	9.65	16.17
營業利益	136.47	-17.09	85.01	50.41	127.39	377.96	291.03	32.53	-59.79	-6.07	8.79	--
稅前純益	219.01	219.26	28.43	65.85	242.14	1,146.7	459.45	37.74	-66.99	593.13	39.81	--
稅後純益	360.41	211.17	28.48	116.05	299.32	4,558.95	773.22	25.45	-67.16	540.25	41.66	--
QoQ(%)												
營收				18.29	7.36	13.66	0.4	-4.84	1.42	8.4	4.81	0.82
營業利益				150.71	19.04	34.04	-2.25	-15.03	--	213.07	13.22	-16.17
稅前純益				319.59	28.04	36.17	-23.53	3.3	--	2,758.87	-84.57	-17.41
稅後純益				593.88	23.1	46.63	-30.28	-0.31	--	2,758.85	-84.57	-17.41

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	2015	2016	2Q17
流動資產	2,293	3,055	3,502
現金及約當現金	137	265	333
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	1,054	1,339	1,419
非流動資產	2,500	2,873	3,423
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,062	1,990	2,461
無形資產	2	2	2
資產總計	4,793	5,928	6,926
流動負債	1,730	2,876	3,303
短期借款	1,219	2,204	2,383
非流動負債	790	379	1,030
負債總計	2,520	3,255	4,333
股本	1,122	1,303	1,340
普通股股本	1,122	1,221	1,329
資本公積	934	1,020	1,096
保留盈餘	243	442	293
庫藏股票	-42	0	0
股東權益	2,274	2,673	2,593
每股淨值(元)	20.68	21.02	19.35
流動比率(%)	132.57	106.25	106.05
速動比率(%)	62.97	54.2	59.72
應收帳款週轉率(%)	8.89	8.51	2.03
負債比率(%)	52.56	54.9	62.57
稅後股東權益報酬率(%)	2.66	11.36	-0.53

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
繼續營業單位稅前損益	102	326	84
折舊及攤提費用	147	145	66
利息費用	82	84	52
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	-11	-61	-108
存貨增減	390	-259	-89
應付帳款增減	32	-19	-10
營業活動現金流量	532	165	-62
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	-52	-330	-664
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	236	-929	-771
短期借款增減	-629	985	179
長期借款增減	-165	-610	670
公司債發行	0	395	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	0	210	0
發放現金股利	-86	-73	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-802	906	910
淨現金流量	-36	129	68

資料來源：CMoney · JS 預估

2017 年 11 月 6 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