

2018年5月16日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4163 TT	持有	鏡鈦的投資評等由中立調升至持有，目標價122元，潛在漲幅14%，主要理由如下：
鏡鈦	目標價 122	1Q18匯損減少，獲利年增96%，然受美系客戶市佔下滑，預估2018年一、二代手術器械出貨持平；扣件、微波開關表現亦持平，主要成長動能來自骨科植入物及專案開發收入。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

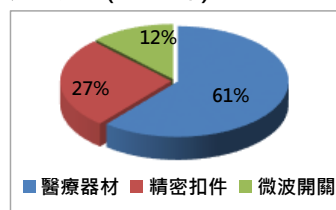
近期投資評等

05/16/2018	持有/中立
05/04/2017	持有/中立
09/12/2016	買進

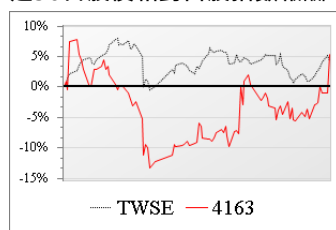
公司基本資料

收盤價(元)(05/15/2018)	107.00
股本(百萬元)	402
總市值(億元)	43
每股淨值(元)	44.95
外資持股比(%)	6.54
投信持股比(%)	0.00
近20日均量(張)	114
融資餘額(05/15/2018)	1,440

產品組合(2017年)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2017	2018F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	1,814	2,016	487	430	427	515	570	503
營業毛利	676	765	179	165	157	194	222	192
營業利益	257	272	73	57	59	68	84	62
稅後純益	152	228	56	35	35	60	64	70
稅後EPS(元)	3.77	5.66	1.38	0.88	0.87	1.48	1.58	1.73
毛利率(%)	37.28	37.97	36.76	38.44	36.7	37.72	38.96	38.16
營業利益率(%)	14.18	13.51	15.04	13.15	13.9	13.12	14.66	12.26
稅後純益率(%)	8.36	11.3	11.41	8.22	8.16	11.55	11.18	13.84
營業收入 YoY/QoQ(%)	-11.67	11.15	7.57	-11.71	-0.63	20.56	10.68	-11.79
營業利益 YoY/QoQ(%)	-35.74	5.91	50.18	-22.8	5.08	13.74	23.69	-26.21
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-56.92	50.27	29.44	-36.34	-1.4	70.74	7.1	9.21

資料來源:CMoney、JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

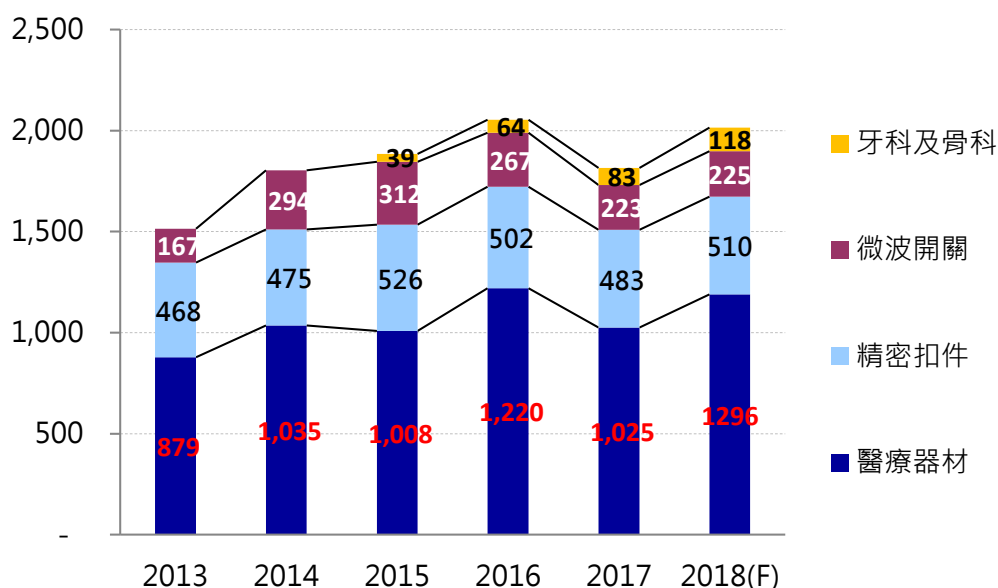
◆ 三大產品線主要客戶皆為產業龍頭：

鏡鈦成立於2004年，營運初期以生產精密扣件為主，後期切入醫療相關產業，逐漸轉型為醫療級手術器械廠。2017年營收比重為：醫療手術器材61%、精密扣件(Fastener) 27%、微波開關(RF & Switch) 12%。其中醫材部分，微創手術器械佔比65%、傳統開腹12%、其他(骨科植入物、心臟、乳房手術器械...等)約23%。毛利率部分，醫療手術器械平均35%~45%，一代二代微波手術刀、微波開關及植入物約50%，扣件平均毛利率較低約25%~30%。

醫療器材部分，目前國際大廠J客戶佔整體醫材出貨比重約9成。除微創手術外，鏡鈦並打入J客戶旗下心臟檢測儀器子公司Depuy的供應鏈。精密扣件部分，最大客戶為美國前五百大企業的鎖業公司，以及歐系家電大廠Bosch。微波開關為利基型產品，主要用於手機基地台訊號開關、晶圓設備及手機檢測設備等，主要客戶為國際知名大廠Teledyne，並間接出貨國際手機品牌大廠。

圖一、預估三大產品線成長趨勢

單位：百萬元



資料來源：鏡鈦、日盛投顧彙整

◆ 預計 2018 年一、二代微波刀出貨持平，醫材成長來自骨科植入物及專案開發：

鏡鈦2016年一代出貨18~19萬隻、二代7萬多隻，合計約26~27萬套，與2015年大致持平。2017年美系客戶受到同業競爭，出貨量合計下滑至16~17萬套，日盛研判二代高毛利率產品下滑幅度高於一代產品。根據J公司財報顯示，其手術器械部門1Q18成長6.7%(排除貨幣影響成長2.1%)，在產品上市成熟下(已上市超過4年)，管理層預估2018年一、二代微波刀銷售將持平，成長來自非一、二代產品，如心臟手術器械等。

此外，2018年與J公司開發專案約1億元可轉換為營收，如夾嘴新製程工法等。新產品方面，2017年牙科代工營收約1,000萬~2,000萬，與2016年相當。牙材自有品牌牙王

2018 年 5 月 16 日

(Royal Dent) · 因5/2016已取得CFDA證照，預計近期可望完成國際通路夥伴授權，國際大廠初期將鎖定中國市場，以增加產品線及中等價位產品為主。骨材方面，鑄鈦主要銷售創傷型產品，2017年營收貢獻約5,000萬元，與2016年相當，預計2018年Z客戶骨材代工訂單將增加。預計2018年醫材產品成長16.6%。

表一、受產品上市已成熟，預計 2018 年一、二代微波手術刀出貨持平

	預估 毛利率	2013	2014	2015	2016	2017
微創手術刀第一代(萬隻)	40~50%	20	13	21	18~19	14
微創手術刀第二代(萬隻)	50~60%	2	7.5	5.2	7.5	2.5
合計(萬隻)		22	20.5	26.2	26~27	16~17

說明：紅底高水平、藍底低水平。資料來源：鑄鈦、日盛投顧彙整

表二、國際醫材大客戶 Full Year 2017 財報(上)，1Q18(下)外科手術器械僅低個位數成長

Sales: \$26.6B: WW 5.9%, U.S. 4.5%, Int'l 7.1%
Ops Change¹: WW 5.7%, U.S. 4.5%, Int'l 6.7%

FRANCHISE	TOTAL WW SALES \$MM	REPORTED % GROWTH	OPERATIONAL % GROWTH¹
Cardiovascular	2,096	13.4	13.5
Diabetes Care	1,615	(9.7)	(10.5)
Diagnostics	1	—	—
Orthopaedics	9,258	(0.8)	(1.1)
Hips	1,394	2.4	2.1
Knees	1,523	(0.1)	(0.3)
Trauma	2,616	1.8	1.5
Spine & Other	3,725	(4.0)	(4.2)
Surgery	9,559	2.8	2.6
Advanced	3,756	6.8	6.7
General	4,463	2.3	2.0
Specialty	1,340	(5.4)	(5.8)
Vision Care	4,063	45.9	46.0
Contact Lenses/Other	3,036	9.0	9.1
Surgical	1,027	—	—
Total Med Dev	\$26,592	5.9%	5.7%

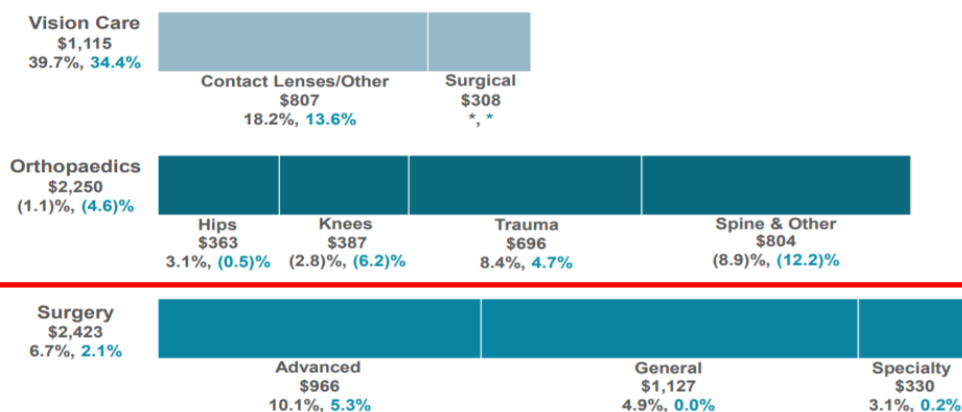
附註：高階手術器械中，內切割器 YoY+7%、能量型 YoY+6%、生物外科 YoY+6%，鑄鈦出貨以前兩者為主。

Medical Devices Platforms 1Q18

Continued strong product performance in Vision Care and Interventional Solutions

WW Sales \$MM

■ Reported Growth ■ Operational Growth¹



資料來源：國際 J 客戶、日盛投顧彙整

2018 年 5 月 16 日

◆ 本業獲利缺乏顯著成長動能，評價合理：

微波開關目前與客戶進行5G訊號檢測設備開發中，並增加自有品牌，以系統櫃方式供應系統商，預估2018年表現持平；扣件方面，則因公司將醫材外包製程轉為廠內自製排擠產能，預估2018年表現持平。由於國際大廠釋出代工訂單並非以價格為優先考量，故鏡鈦將開發更多優化製程，后里新廠預計投入6.5億元，鎖定高階醫材產品，預計4Q18動工，最快2020年底完工，產能將增加一倍。日盛預估2018年營收20.1億元(YoY+11%)，毛利率37.9%，營業利益2.7億元(YoY+6%)，稅後淨利2.28億元(YoY+50%)，稅後EPS 5.66元，目前PER約19倍，相較歷史區間中緣，然考量短期本業缺乏顯著獲利成長動能，給予持有建議。

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
20180516	持有/中立	122.0
20170504	持有/中立	140.0
20160912	買進	206.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018 年 5 月 16 日

損益表

單位：百萬元	2016	2017	2018F	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	2,053	1,814	2,016	462	444	453	487	430	427	515	570	503
營業毛利	869	676	765	189	178	154	179	165	157	194	222	192
營業費用	469	419	493	126	100	105	106	109	97	127	139	130
營業利益	400	257	272	63	79	49	73	57	59	68	84	62
營業外收支	21	-61	13	40	-57	10	-5	-10	-20	12	-4	25
稅前純益	421	196	285	104	22	59	68	46	39	79	80	87
稅後純益	352	152	228	84	18	43	56	35	35	60	64	70
最新股本	402	402	402	402	402	402	402	402	402	402	402	402
稅後 EPS(元)	8.75	3.77	5.66	2.09	0.44	1.07	1.38	0.88	0.87	1.48	1.58	1.73
經營效率(%)												
毛利率	42.31	37.28	37.97	40.99	40.16	33.92	36.76	38.44	36.7	37.72	38.96	38.16
營業利益率	19.49	14.18	13.51	13.69	17.71	10.77	15.04	13.15	13.9	13.12	14.66	12.26
稅前純益率	20.5	10.79	14.16	22.42	4.97	13.07	13.99	10.78	9.21	15.41	13.98	17.3
稅後純益率	17.14	8.36	11.3	18.19	4	9.48	11.41	8.22	8.16	11.55	11.18	13.84
YoY(%)												
營收	8.95	-11.67	11.15	-3.53	-9.55	-24.1	-3.44	-6.84	-3.66	13.78	17.08	16.96
營業利益	28.27	-35.74	5.91	-29.41	-19.34	-65.11	-26.55	-10.5	-24.35	38.58	14.14	9.09
稅前純益	16.9	-53.48	45.84	5.87	-75.3	-60.75	-11.83	-55.2	78.44	34.15	16.95	87.73
稅後純益	19.7	-56.92	50.27	-1.17	-76.52	-65.8	-16.82	-57.89	96.31	38.71	14.78	96.92
QoQ(%)												
營收				-8.48	-3.91	2.08	7.57	-11.71	-0.63	20.56	10.68	-11.79
營業利益				-36.64	24.32	-37.91	50.18	-22.8	5.08	13.74	23.69	-26.21
稅前純益				33.91	-78.7	168.41	15.18	-31.97	-15.16	101.78	0.41	9.21
稅後純益				25.73	-78.85	141.64	29.44	-36.34	-1.4	70.74	7.1	9.21

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	2016	2017	1Q18
流動資產	1,807	1,796	1,808
現金及約當現金	1,062	956	996
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	558	555	550
非流動資產	1,019	1,018	1,039
公允價值衡量金融資產	--	0	11
不動產、廠房及設備	867	854	863
無形資產	28	27	26
資產總計	2,826	2,814	2,847
流動負債	731	1,291	1,291
短期借款	335	350	350
非流動負債	560	90	90
負債總計	1,291	1,381	1,381
股本	402	402	402
普通股股本	402	402	402
資本公積	282	283	283
保留盈餘	846	750	785
庫藏股票	--	--	--
股東權益	1,536	1,433	1,466
每股淨值(元)	38.16	35.61	36.43
流動比率(%)	247.39	139.1	140.06
速動比率(%)	171.05	96.09	97.46
應收帳款週轉率(%)	11.64	10.31	2.47
負債比率(%)	45.67	49.07	48.52
稅後股東權益報酬率(%)	24.17	10.21	2.41

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
繼續營業單位稅前損益	421	196	39
折舊及攤提費用	70	76	19
利息費用	10	13	3
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	0	2	3
處分不動產、廠房及設備	1	-1	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	1	59	16
應收帳款增減	18	-21	26
存貨增減	27	-15	0
應付帳款增減	-3	10	17
營業活動現金流量	491	215	85
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	-53	0	--
取得不動產、廠房及設備	-30	-31	-18
處分不動產、廠房及設備	1	3	0
投資活動現金流量	-115	-144	-29
短期借款增減	335	15	0
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	-181	-241	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	154	-127	0
淨現金流量	527	-106	40

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 5 月 16 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