

2010年12月01日

川湖(2059TT)

Neutral 中立

前日收盤價 149 元
 目標價
 3 個月 161 元
 12 個月 192 元

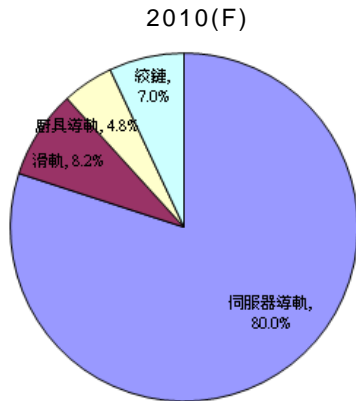
新產品將於 2Q11 後陸續放量，建議逢低佈局

結論與建議：

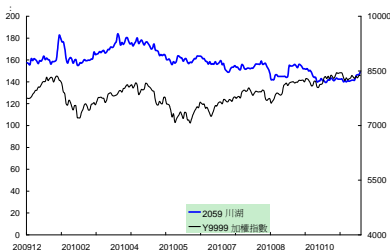
公司基本資訊

產業別 沖壓件
 目前股本(百萬元) 921
 市值(億元) 137
 外資持股比率(%) 2.60
 投信持股比率(%) 1.88
 董監持股比率(%) 23.08

產品組合



股價相對大盤走勢



川湖為國內少數專攻機構件的廠商，預估伺服器導軌佔營收比重達八成。隨著伺服器產品增加內嵌的硬碟數量，在相同的載重下對於導軌的要求將更為薄型化，川湖研發的新產品，已導入多家廠商，預計將在 2H11 搭配新式的伺服器機種出貨。櫥櫃導軌隨著高階產品 1A88 在 2010/11 問市，全機構件設計，相較 BLUM 以電力驅動，不易產生噪音且更具節能效果。預計 2Q11 隨著經銷商推銷及佈局進入高峰，櫥櫃導軌佔營收比重將由 2010 年的 4.8% 提升至 10% 以上。不過，短線上因櫥具及伺服器導軌新產品放量時點將落於 2Q11 及 2H11，1Q11 在工作天數減少下，預估營收仍較 4Q10 減少 5.1%。以 2011 年稀釋後股本計算，預估 EPS 10.08 元，川湖目前本益比 15 倍，介於過往本益比歷史區間 9-22 倍中值，因考量 1Q11 仍有淡季，且新產品尚未放量下，建議逢低佈局。3 個月目標價 161 元(2011 年 PER16X)，12 個月目標價 192 元(2011 年 PER19X)。

- 隨著伺服器產品增加內嵌的硬碟數量，在相同的載重下對於導軌的要求將更為薄型化，川湖歷經四年研發，並申請專利，目前已導入多家廠商，預計將在 2H11 搭配新式的伺服器機種出貨，公司預估川湖的市佔率將由 25% 提升至 30%，研究員預估 2011 年伺服器導軌的營收將由 2010 年的 20.5 億元增加至 24.3 億元。
- 川湖近年積極布局櫥櫃導軌產品，尤以中高階品牌市場為主，以競爭者 Blum 來說，佔全球櫥櫃導軌約五成的市場，09 年營收 10.4 億歐元，約折合台幣 430 億元。川湖除了現有的中低階產品，包括 1A68、3M52 等，單月營收貢獻約 1,000-2,000 萬元，隨著高階產品 1A88 在 2010/11 問市，首創按開式緩衝滑軌，全機構件設計，相較 BLUM 以電力驅動，不易產生噪音且更具節能效果。預計 2Q11 隨著經銷商推銷及佈局進入高峰，櫥櫃導軌佔營收比重將由 2010 年的 4.8% 提升至 10% 以上。

..... 接續下頁

	2Q10	3Q10	4Q10E	1Q11F	2Q11F	3Q11F	2009	2010F	2011F
營收(百萬元)	667	626	667	633	691	948	2,175	2,574	3,166
QoQ / YoY(%)	8.5	(6.2)	6.6	(5.1)	9.1	37.2	(15.1)	18.4	23.0
毛利率(%)	49.1	51.5	53.6	51.5	51.6	53.2	51.6	51.6	52.5
營業利益率(%)	33.2	38.3	37.8	35.8	36.0	39.0	35.6	36.5	37.5
稅前淨利(百萬元)	254	191	234	228	251	373	812	935	1,199
稅後淨利(百萬元)	199	158	193	189	208	308	648	768	991
QoQ / YoY(%)	(8.8)	(20.4)	22.1	(2.5)	10.2	48.4	(17.5)	18.5	29.0
EPS(元)	2.02	1.61	1.97	1.92	2.11	3.14	6.59	7.81	10.08

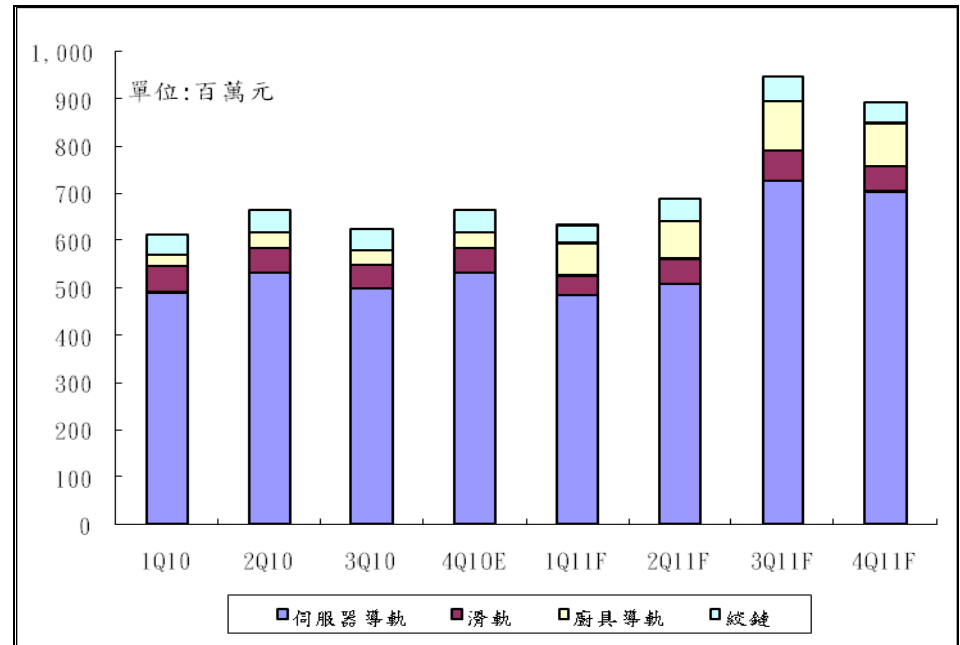
EPS 以稀釋後股本 9.83 億元計算

營運分析

川湖為國內少數專攻機構件的廠商，2010年預估伺服器導軌佔營收比重達80%

川湖為國內少數專攻機構件的廠商，其中導軌產品以應用於伺服器及其週邊設備比重較高，而鉸鏈、滑軌則主要應用傢俱、鋼櫃、工具櫃、辦公傢俱、木製傢俱等產品，2010年預估伺服器導軌佔營收比重達80%。

圖一、預估2010-2011年川湖各產品線營收貢獻：



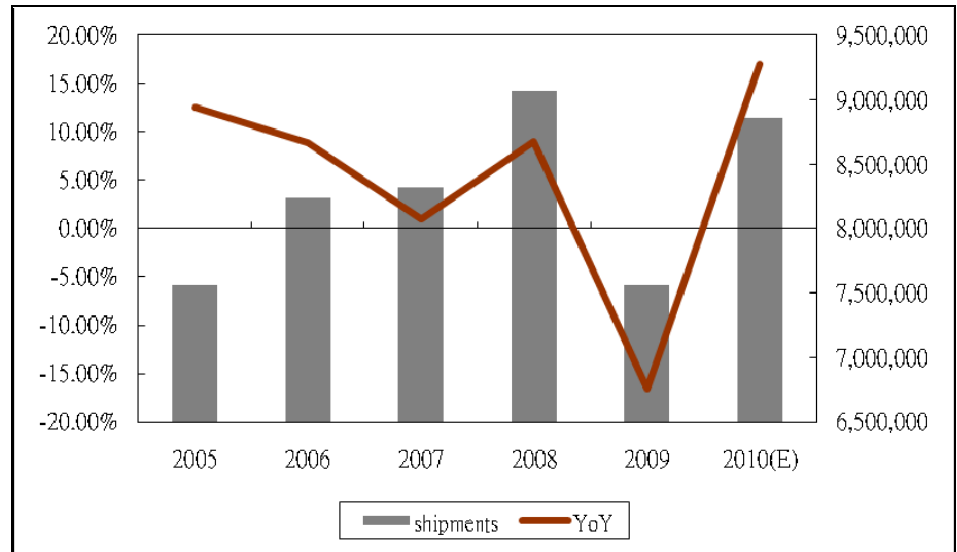
資料來源：川湖、群益預估

因網路、資訊、電腦應用產品皆朝向輕、薄、短、小、不佔空間之趨勢設計，也因此有機架式伺服器及其相關機架式網路通訊產品之產生，在機房空間有限下，伺服器的抽換及維護都須仰賴導軌輔助。因伺服器導軌與其零組件在業界並無統一使用標準與規範，加上專利的取得及國際大廠的認證，都具備一定的難度，以致進入門檻相當高，也因此供應廠商幾乎為歐美大廠如 Accuride、Jonathan、Generdevice 所寡佔。川湖自2000年切入 Compaq 供應鏈後，開始進展伺服器導軌的領域，陸續在04-05年增加客戶，包括IBM、HP、Sun Microsystems等伺服器大廠，07年亦將Dell納為客戶，預估2010年川湖在伺服器導軌的市佔率已達25%。

川湖的薄型伺服器導軌新產品，目前已導入多家廠商，預計將在2Q11後搭配新式的伺服器機種出貨，公司預估川湖的市佔率將由25%提升至30%

2010年企業資本支出回溫，以及對於雲端科技所導引出的數據運算中心及儲存設備的需求增加，使得伺服器市場穩定成長，帶動川湖營收向上。隨著伺服器產品增加內嵌的硬碟數量，在相同的載重下對於導軌的要求將更為薄型化，川湖歷經四年研發此類新產品，並申請專利，目前已導入多家廠商，預計將在2H11後搭配新式的伺服器機種出貨，公司預估川湖的市佔率將由25%提升至30%，研究員預估2011年伺服器導軌的營收將由2010年的20.5億元增加至24.3億元。

圖二、全球伺服器市場出貨概況：



資料來源:Gartner、群益整理

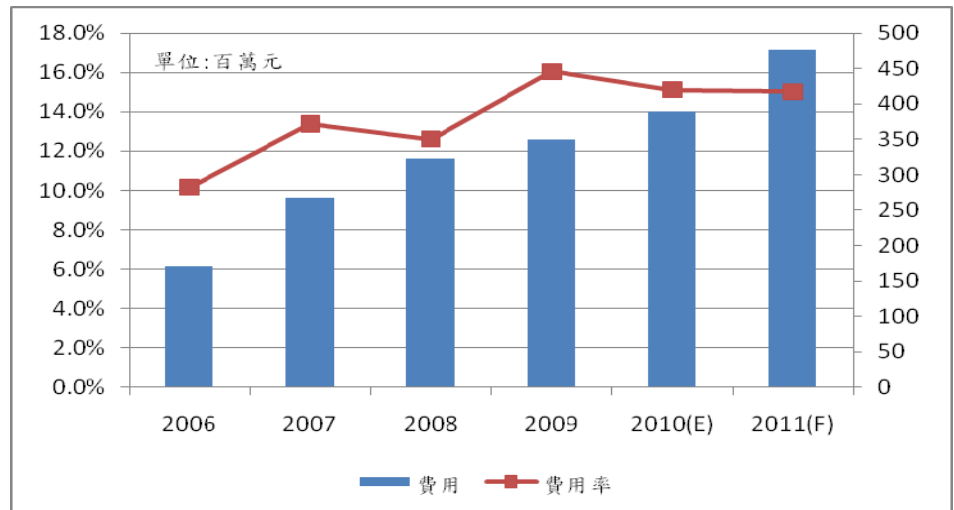
櫥櫃導軌隨著高階產品 1A88 在 2010/11 問市。預計 2Q11 隨著經銷商推銷及佈局進入高峰，櫥櫃導軌佔營收比重將由 2010 年的 4.8% 提升至 10% 以上

展望 1Q11，因櫥具及伺服器導軌新產品放量將落於 2Q11 及 2H11，在工作天數減少下，預估營收仍較 4Q10 減少 5.1% 為 6.3 億元

川湖近年積極布局櫥櫃導軌產品，尤以中高階品牌市場為主，目前市場多寡佔於 BLUM、SALICE 等國外大廠，以 Blum 來說，佔全球櫥櫃導軌約五成的市場，09 年營收 10.4 億歐元，約折台幣 430 億元。川湖除了現有的中低階產品，包括 1A68、3M52 等，單月營收貢獻約 1,000-2,000 萬元，隨著高階產品 1A88 在 2010/11 問市，首創按開式緩衝滑軌，全機構件設計，相較 BLUM 以電力驅動，不易產生噪音且更具節能效果。預計 2Q11 隨著經銷商推銷及佈局進入高峰，櫥櫃導軌佔營收比重將由 2010 年的 4.8% 提升至 10% 以上。

川湖 2Q10-3Q10 營收及獲利預估不如預期，除了櫥櫃導軌放量速度不如預期外，還加上業外匯損及金融資產評價損失所致。10 月份台幣急升，川湖單月匯損約 2,000 萬元，影響 EPS 0.2 元。4Q10 本業方面，營收較 3Q10 小幅成長，毛利率因產品組合較佳，預估將回升至 53.6%，展望 1Q11，因櫥具及伺服器導軌新產品放量將落於 2Q11 及 2H11，在工作天數減少下，預估營收仍較 4Q10 減少 5.1% 為 6.3 億元。此外，近年因川湖積極參加商展，擴展櫥具產品的品牌知名度，以及伺服器導軌的 Hub 倉仍持續建置中，導至費用率難以降低，預估 2011 年因仍有 Hub 倉的設立，及櫥具導軌品牌還在建立期中，預估費用率為 15%，與 2010 年差異不大。

圖三、川湖近年費用率變化：



資料來源：川湖、群益預估

短線上因櫥具及伺服器導軌新產品放量時點將落於 2Q11 及 2H11，1Q11 在工作天數減少下，仍有淡季，建議逢低布局

川湖為國內少數專攻機構件的廠商，預估伺服器導軌佔營收比重達八成。隨著伺服器產品增加內嵌的硬碟數量，在相同的載重下對於導軌的要求將更為薄型化，川湖研發的新產品，已導入多家廠商，預計將在 2H11 搭配新式的伺服器機種出貨。櫥櫃導軌隨著高階產品 1A88 在 2010/11 問市，全機構件設計，相較 BLUM 以電力驅動，不易產生噪音且更具節能效果。預計 2Q11 隨著經銷商推銷及佈局進入高峰，櫥櫃導軌佔營收比重將由 2010 年的 4.8% 提升至 10% 以上。不過，短線上因櫥具及伺服器導軌新產品放量時點將落於 2Q11 及 2H11，1Q11 在工作天數減少下，預估營收仍較 4Q10 減少 5.1%。以 2011 年稀釋後股本計算，預估 EPS 10.08 元，川湖目前本益比 15 倍，介於過往本益比歷史區間 9-22 倍中值，因考量 1Q11 仍有淡季，且新產品尚未放量下，建議逢低布局。3 個月目標價 161 元(2011 年 PER16X)，12 個月目標價 192 元(2011 年 PER19X)。

本報告投資評等以 3 個月 預期報酬(Expected Return ; ER)為準，說明如下：

強力買進 Strong Buy (ER ≥ 25%)；買進 Buy (25% > ER ≥ 15%)

中立 Neutral (15% > ER > -15%)

減碼 Reduce (-25% < ER ≤ -15%)；賣出 Sell (ER ≤ -25%)

資產負債表

(百萬元)	2007	2008	2009	2010	2011
資產總額	3,616	4,126	5,199	5,665	6,917
流動資產	2,567	2,733	3,571	3,907	4,908
現金及約當現金	1,634	1,842	2,658	2,831	3,641
應收帳款及票據	566	453	525	601	688
存貨	278	342	270	340	412
長期投資	0	0	0	0	0
固定資產淨額	1,036	1,384	1,618	1,737	1,849
負債總額	1,430	1,469	1,968	1,861	2,248
流動負債	516	555	1,480	778	1,029
應付帳款及票據	483	464	442	537	626
長期負債	863	866	435	914	1,039
其他負債	4	2	6	6	6
股東權益	2,186	2,657	3,231	3,804	4,668
股本	744	785	871	871	871
保留盈餘	1,312	1,736	2,070	2,544	3,535
負債及股東權益	3,616	4,126	5,199	5,665	6,917

資料來源：Cmoney、群益

現金流量表

(百萬元)	2007	2008	2009	2010	2011
營運活動現金	422	1,028	801	953	1,205
本期損益	633	786	648	768	991
折舊及攤銷	76	75	76	81	87
營運資金變動	(246)	(36)	22	(52)	(69)
其他營運現金	38	282	148	156	195
投資活動現金	(401)	(531)	(273)	(235)	(223)
資本支出淨額	(403)	(531)	(278)	(200)	(200)
FCF	19	496	522	753	1,005
其他投資現金	(70)	(21)	(14)	(35)	(23)
融資活動現金	723	(294)	289	(545)	(172)
發放股利	(235)	(298)	(236)	(348)	(295)
其他理財現金	(22)	(47)	(873)	(197)	123
本期產生現金	745	208	816	173	810
期初現金	890	1,634	1,842	2,658	2,831
期末現金	1,634	1,842	2,658	2,831	3,641

資料來源：Cmoney、群益

損益表

(百萬元)	2007	2008	2009	2010	2011
營業收入	2,001	2,561	2,175	2,574	3,166
營業成本	1,036	1,323	1,051	1,245	1,502
營業毛利	964	1,238	1,123	1,329	1,664
營業費用	268	323	349	389	476
營業利益	697	916	775	940	1,188
EBITDA	677	887	703	1,042	1,294
業外收入淨額	70	42	38	(5)	11
稅前純益	766	958	812	935	1,199
所得稅	133	172	164	166	208
稅後純益	633	786	648	768	991
每股盈餘	6.44	8.00	6.60	7.82	10.08
完全稀釋 EPS	6.44	8.00	6.60	7.82	10.08

註 1：以目前流通在外股本 9.8 億元計算

資料來源：Cmoney、群益

比率分析

(百萬元)	2007	2008	2009	2010	2011
成長力分析(%)					
營收	18.8%	28.0%	-15.1%	18.4%	23.0%
銷貨毛利	14.0%	28.4%	-9.3%	18.4%	25.2%
營業利益	3.1%	31.5%	-15.4%	21.4%	26.4%
稅後純益	12.7%	24.2%	-17.5%	18.5%	29.0%
獲利能力分析(%)					
毛利率	48.2%	48.3%	51.6%	51.6%	52.5%
EBITDA(%)	33.8%	34.6%	32.3%	40.5%	40.9%
營益率	34.8%	35.7%	35.6%	36.5%	37.5%
稅後純益率	31.6%	30.7%	29.8%	29.9%	31.3%
總資產報酬率	17.5%	19.1%	12.5%	13.6%	14.3%
股東權益報酬率	28.9%	29.6%	20.1%	20.2%	21.2%
償債能力檢視					
負債比率(%)	39.5%	35.6%	37.9%	32.9%	32.5%
負債/淨值比(%)	65.4%	55.3%	60.9%	48.9%	48.2%
流動比率(%)	497.8%	492.6%	241.3%	502.4%	477.1%
其他比率分析					
存貨天數	86.3	85.4	106.2	89.5	91.3
應收帳款天數	78.9	72.6	82.1	79.9	74.3

1

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性。投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的。因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。