


1507 永大
個股報告
2013.01.15
研究員：廖元暉
結論與建議：中立。

永大近年主要受惠大陸地區電梯出貨量與產能擴充帶動成長動能，台灣地區營運則相對穩定，2012年營收41.16億元，YoY+8.38%，因較前年減少出售股票獲利，預估稅後淨利15.40億元，YoY+4.43%，EPS 3.75元；2013年則因實施IFRS新制將影響大陸地區營收遞延認列，預估2013年營收42.08億元，YoY+2.23%，稅後淨利16.57億元，YoY+7.59%，EPS 4.03元。公司近三年歷史PBR介於1.0~2.4X區間，由於Q1屬全年營運相對淡季，以1/14收盤價55.4元、2013年底每股淨值計算，PBR達1.74倍接近歷史區間中值，潛在報酬率有限，目前投資建議為中立，建議3月以後開始進入出貨旺季時再行逢低佈局。

公司簡介與相關資料：

永大機電為國內最大的電梯製造商，公司電梯九成以上應用於住宅大樓，台灣市場主要與遠雄、冠德、達欣、潤泰、根基及華固等國內知名建商長期合作，台灣市佔率約25~27%，與中國菱電、崇友、大同瓜分每年約7,000~8,000台的台灣新梯市場，為台灣第一家可從設計、製造、安裝到保養提供一貫化服務的電梯公司，台灣地區新梯銷售與舊梯維護保養的營收比重已達約50比50，永大每年新梯出貨量則可維持約2,000台水準，毛利約18~20%，舊梯維修保養則因技術成熟且已達3萬台以上經濟規模，保有量亦可隨每年新梯銷售穩健成長，每年約可新增6,000~7,000萬元的穩定營收成長動能(以每年新增電梯台數約70~75%需開始保養，每台保養費用約4萬元估算)，受景氣影響相對較小，舊梯維修保養營收佔比持續緩步提升，毛利可達45~50%。台灣市場營運相對平穩，然高毛利的舊梯保養營收每年維持穩定成長，公司目標為逐步提升舊梯維修保養營收佔比至六成以上，有助台灣地區毛利率穩步推升。

大陸產能以上海永大為主，年產能1.3萬台，天津永大則於去年將年產能由3,000台擴充至7,000台(均以一班制8小時計算)，合計總產能約2.0萬台，透過加班約可增加3,000台額外產能。公司近年以開發中國二、三級城市與保障房業務為主，去年保障房營收佔比已達35%，雖然中國打房政策未見取消，惟打房主要針對投資客與特定區域，而永大主力業務則在住宅產品，以大陸未來仍將持續推動保障房與城鎮化政策觀察，業務量影響相對較輕微。

大陸地區則已成長至第五大電梯製造商，目前大陸電梯前五大業者均以外商為主，整體市佔率高達7成，分別為OTIS、上海三菱、廣州日立、Kone、上海永大，前四大市占率分別為20%、15%、13%、11%。上海永大市占率僅約5~6%，新增天津廠產能後，市佔率可望向7%邁進。目前公司25%出貨是透過20幾個直營點，75%本報告內容僅供參考，雖力求訊息確實與完整，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本刊著作權屬合庫證券所有，非經本公司同意請勿抄襲、引用、轉載。



的出貨則透過各地約150個經銷商，經銷商在地勢力影響銷售量甚鉅，以今年大陸各地區銷售量統計，華東與東北各佔40%與30%比重最高，西北與華南則各佔20%與10%，其中華南地區以廣州為各大外商主要產能集散地。大陸地區營收則以新梯銷售為主，佔比達95%，舊梯保養業務則因未達經濟規模，營收佔比僅5%，大陸地區電梯因近年房市高速成長需求量大，毛利可達25%較台灣為高，舊梯保養業務則因交通距離遙遠與未達經濟規模，毛利僅5%遠低於台灣。根據中國政府十二五計畫內容，2011至2015年間共將推出3600萬套保障房，中國住建部資料顯示至2012年共已推出約1800萬套，預估2013年將持續推出600萬套。受惠大陸地區電梯出貨量與市佔率可逐年維持穩定成長，永大除在台灣地區營運維持穩定外，並能享有大陸市場的電梯需求成長性，上海永大前年獲利已正式超越台灣母公司，去年在產能持續擴充與接單穩健成長下持續成長續創新高，預估今年仍可持續成長動能。

訪談內容

1. 永大台灣地區2012年電梯出貨約1,750台，而接單量約2,000台，維持在每年1,700~1,800台的穩定區間，預估2012年新梯營收約17.93億元，YoY+12%，舊梯維修保養營收約18.28億元，YoY+8%；2013年在電梯保有量持續上升下預估舊梯維修保養營收將成長至19.0億元，YoY+4%，維持每年穩定成長，預估2013年台灣地區營收將微幅成長至42.08億元，YoY+2.23%。
2. 上海永大受惠於保障房的推出，2011年電梯接單量1.9萬台，出貨量1.32萬台，YoY+24.5%，營收24.0億元RMB，YoY+22.0%，毛利率22.5%，稅後淨利1.6億元RMB，貢獻EPS 1.80元。2012年電梯接單量2.45萬台，出貨量約1.58萬台，YoY+18%，目前保障房新梯營收佔比約30%-35%，2012年大陸營收約RMB 30.2億元，YoY+26%，獲利則因產品陸續調價，毛利率預估可上升至24%，預估稅後淨利2.3億元人民幣，YoY+44%，EPS貢獻約2.5元，YoY+40%。以近期房地產相關數據觀察，12月中國54個城市新住宅交易量達31萬戶創2年來新高，11月房地產施工面積與開發投資金額YoY亦分別有12%與28%，預期中國房地產市場可望於今年回溫，預估中國永大2013年出貨量約1.95萬台，YoY+24%，但因認列時程遞延，預估稅後淨利2.45億元人民幣，YoY+7%。
3. 為因應IFRS於今年開始實施，永大於新梯銷售由原採簽約收訂、安裝、驗收分別認列4:4:2的營收，改採全部完工法認列營收，公司表示由於台灣新梯認證時間較短，對於2013年台灣地區營運不致有太大變化；惟中國因認證時間較長，自新梯銷售到通過認證須歷經6-9個月，預估2013中國出貨量YoY雖可成長約兩成，唯考量認證時程較長與會計制度轉換，中國營運僅可小幅成長7%，和先前GAAP舊制估計YOY成長約20%仍有落差，估計中國永大EPS貢獻約2.7元，加計台灣母公司貢獻EPS約1.6元，合計永大2013年稅後EPS約4.03元，和先

本報告內容僅供參考，雖力求訊息確實與完整，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本刊著作權屬合作金庫證券所有，非經本公司同意請勿抄襲、引用、轉載。



前按GAAP舊制計算預估值4.2元略為下修。2014年則因IFRS新制財報出貨與認列方式已銜接，中國永大營收計算方式則可望恢復20%成長動能，僅營收遞延效應仍將持續。

4. 以訂單能見度來看，中國永大至2012年底新接訂單共有2.45 萬台，營收能見度仍佳，出貨量如以GAPP舊制計算則約1.58萬台，如改以IFRS新制計算則有1.41萬台；預估至2013年底新接訂單共2.75萬台，出貨量改以IFRS新制計算則有1.63萬台。
5. 永大近年主要受惠大陸地區電梯出貨量與產能擴充帶動成長動能，台灣地區營運則相對穩定，2012年營收41.16億元，YoY+8.38%，因較前年減少出售股票獲利，預估稅後淨利15.40億元，YoY+4.43%，EPS 3.75元；2013年則因實施IFRS新制將影響大陸地區營收遞延認列，預估台灣母公司營收僅舊梯保養收入可維持新增約7,000~8,000 萬元成長，預估2013年營收42.08億元，YoY+2.23%，稅後淨利16.57億元，YoY+7.59%，EPS 4.03元。

公司財報

1507 永大季損益表

單位:Mn,%元	12Q4E	2012E	13Q1E	13Q2E	13Q3E	13Q4E	2013E
營業收入淨額	1,091.53	4,116.23	1,004.94	1,053.41	1,057.10	1,092.62	4,208.06
營業毛利	<u>308.47</u>	<u>1,216.55</u>	<u>306.51</u>	<u>321.29</u>	<u>332.99</u>	<u>338.71</u>	<u>1,299.49</u>
營業毛利率	28.26%	29.55%	30.50%	30.50%	31.50%	31.00%	30.88%
營業利益	<u>134.74</u>	<u>619.87</u>	<u>175.39</u>	<u>165.04</u>	<u>160.35</u>	<u>166.08</u>	<u>666.87</u>
營業利益率	12.34%	15.06%	17.45%	15.67%	15.17%	15.20%	15.85%
營業外收入	289.34	1,097.40	180.91	310.82	364.28	339.45	1,195.46
營業外支出	-0.50	-2.66	-1.50	-1.50	-1.50	-1.50	-6.00
稅前純益	423.58	1,714.62	354.80	474.37	523.13	504.02	1,856.33
稅後純益	<u>389.69</u>	<u>1,540.27</u>	<u>319.32</u>	<u>403.21</u>	<u>476.05</u>	<u>458.66</u>	<u>1,657.25</u>
普通股股本	4,108.20	4,108.20	4,108.20	4,108.20	4,108.20	4,108.20	4,108.20
未稀釋EPS	<u>0.95</u>	<u>3.75</u>	<u>0.78</u>	<u>0.98</u>	<u>1.16</u>	<u>1.12</u>	<u>4.03</u>
稀釋後EPS	<u>0.95</u>	<u>3.75</u>	<u>0.78</u>	<u>0.98</u>	<u>1.16</u>	<u>1.12</u>	<u>4.03</u>
QoQ(%)							
營業收入QoQ	6.35%		-7.93%	4.82%	0.35%	3.36%	
營業利益QoQ	25.78%		30.17%	-5.90%	-2.84%	3.57%	
稅後純益QoQ	-24.36%		-18.06%	26.27%	18.06%	-3.65%	
YoY(%)							
營業收入YoY	8.57%	8.38%	3.00%	3.00%	3.00%	0.10%	2.23%
營業利益YoY	-18.12%	1.18%	-9.41%	-10.41%	49.69%	23.26%	7.58%
稅後純益YoY	18.31%	4.43%	18.54%	10.16%	-7.60%	17.70%	7.59%

本報告內容僅供參考，雖力求訊息確實與完整，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本刊著作權屬合庫證券所有，非經本公司同意請勿抄襲、引用、轉載。



歷史區間本淨比



本報告內容僅供參考，雖力求訊息確實與完整，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本刊著作權屬合庫證券所有，非經本公司同意請勿抄襲、引用、轉載。