

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
8942 TT 森鉅	持有  目標價 70.8	森鉅的投資評等由買進調整至持有，目標價70.8元，潛在空間7.9%，主要理由如下： 受到中美貿易戰影響，3Q18營收略不如預期，客戶端目前視終端銷售狀況而有訂單遞延之情形，待中美貿易戰明朗化後，將擇機再薦。

研究員 侯相印

jameshou@jsun.com

重點摘要

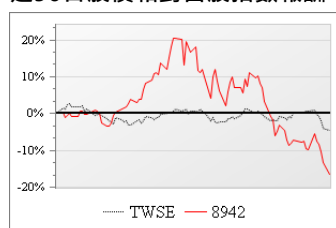
近期投資評等

10/09/2018	持有/中立
06/08/2018	買進

公司基本資料

收盤價(元)(10/08/2018)	65.60
股本(百萬元)	1,658
總市值(億元)	108.8
每股淨值(元)	37
外資持股比(%)	27.41
投信持股比(%)	2.37
近20日均量(張)	815
融資餘額(10/08/2018)	7,303

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **3Q18 營收略不如預期：**森鉅 09/2018 營收 3.6 億元(MoM-14.9%、YoY-0.6%)，合計 3Q18 營收 12.2 億元(YoY+7.1%)，略不如預期，且九月份開始營收動能轉弱，公告 09/2018 營收 3.6 億元(MoM-14.9%、YoY-0.6%)，不如預期，主因客戶端視貨櫃車終端銷售情形而有訂單遞延之情形，預計後續仍將影響至 4Q18，而在毛利率部分則因美元維持強勢，預計毛利率仍較 2Q18 小幅提升，預估 3Q18 毛利率 37.8%(QoQ+0.5ppts、YoY+10.6ppts)，稅後淨利 3 億元(由虧轉盈)，稅後 EPS 1.8 元。
- ◆ **受中美貿易影響，部分機台將移回台灣生產：**森鉅目前共 9 條生產線，台灣 7 條以及中國約 2 條，最大產能約 900 萬平方米/年，受到中美貿易戰升溫影響，森鉅自 10/2018 起陸續將位於中國部分機台運回台灣產線進行生產，降低貿易戰影響，預估 4Q18 營收 11.9 億元(QoQ-2.5%、YoY+10%)，稅後淨利 2.8 億元(YoY+70%)，稅後 EPS 1.71 元，合計 2018 年營收 49 億元(YoY+9.3%)，稅後淨利 12.7 億元(由虧轉盈，2017 年進行子公司資產減損)，稅後 EPS 7.67 元。
- ◆ **2019 年稅賦減免消失，稅後淨利恐衰退：**森鉅於 2017 年對於旗下子公司安森科技(持股 50%)進行資產減損，2017 年認列約 4.4 億元資產減損，導致 2017 年獲利由盈轉虧，而在 2018 年則因提列資產減損獲得稅賦減免約 1.3 億元，將平均認列於 2~4Q18，降低 2018 年平均稅率，然在 2019 年則無此項優惠，將使稅率恢復正常水準；營收方面，目前貨櫃車產業狀況逐漸回升，預估營收仍將小幅成長，預估 2019 年營收 51.5 億元(YoY+5%)，稅後淨利 11.5 億元(YoY-10%)，稅後 EPS 6.91 元；評價部分，歷史區間位於 PER\*8-14 倍，考量其受到中美貿易戰影響下，給予區間中緣評價，建議持有。(以未來四季 EPS\*PER 10 倍)

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	4,902	5,145	1,165	1,331	1,218	1,187	1,235	1,385
營業毛利	1,821	1,938	416	496	460	449	463	521
營業利益	1,255	1,386	288	331	322	314	331	381
稅後純益	1,272	1,145	147	543	298	284	273	317
稅後 EPS(元)	7.67	6.91	0.89	3.27	1.80	1.71	1.65	1.91
毛利率(%)	37.16	37.67	35.69	37.29	37.8	37.8	37.5	37.6
營業利益率(%)	25.61	26.95	24.71	24.88	26.47	26.43	26.82	27.49
稅後純益率(%)	25.96	22.26	12.65	40.79	24.46	23.94	22.1	22.86
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.31	4.97	7.96	14.24	-8.55	-2.47	4.04	12.08
營業利益 YoY/QoQ(%)	22.47	10.45	2.49	15.03	-2.71	-2.6	5.55	14.9
稅後純益 YoY/QoQ(%)	--	-10	-11.76	268.38	-45.16	-4.56	-3.94	15.93

資料來源:CMoney、JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

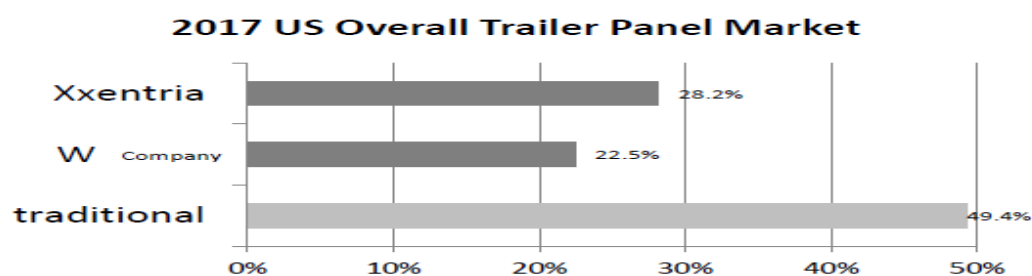
2018年10月9日

◆ 公司簡介：

森鉅成立於1994年，資本額16.6億元，主要從事鋼塑複合板及鋁塑複合板生產及銷售，鋼塑複合板主要應用於貨櫃車之兩側及後門夾板，主要銷售北美貨櫃車市場，一輛貨櫃車(53呎)需使用約28片複合板(左右各13片及後門2片)；鋁塑複合板主要應用於企業商辦、百貨公司等建築物之帷幕外牆與隔板；其他業務則有鋁捲、照明反射片等業務，1H18營收占比為複合板87.6%、其他12.4%。

目前北美市場部分，貨櫃車主要區分為使用傳統鋁板及鋼塑複合板，由於傳統鋁板需要較多人力生產，生產效率較低，且在產品特性方面，因傳統鋁板為外表鋁片加上後段木頭，因此易有潮濕等問題，目前鋼塑複合板市佔率已於2017年超越傳統鋁板，2017年市佔率部分，傳統鋁板市佔率約49.4%，鋼塑複合板約50.7%，其中在鋼塑複合板市場主要由森鉅與其競爭對手Wabash均分，2017年森鉅市佔率28.2%、Wabash則為22.5%。

圖一、北美貨櫃車板材市佔率分布



資料來源：森鉅、日盛彙整

◆ 3Q18營收略不如預期：

森鉅09/2018營收3.6億元(MoM-14.9%、YoY-0.6%)，合計3Q18營收12.2億元(YoY+7.1%)，略不如預期，且九月份開始營收動能轉弱，公告09/2018營收3.6億元(MoM-14.9%、YoY-0.6%)，不如預期，主因客戶端視貨櫃車終端銷售情形而有訂單遞延之情形，預計後續仍將影響至4Q18，而在毛利率部分則因美元維持強勢，預計毛利率仍較2Q18小幅提升，預估3Q18毛利率37.8%(QoQ+0.5ppts、YoY+10.6ppts)，稅後淨利3億元(由虧轉盈)，稅後EPS 1.8元。

圖二、台幣兌美元走勢



資料來源：森鉅、日盛彙整

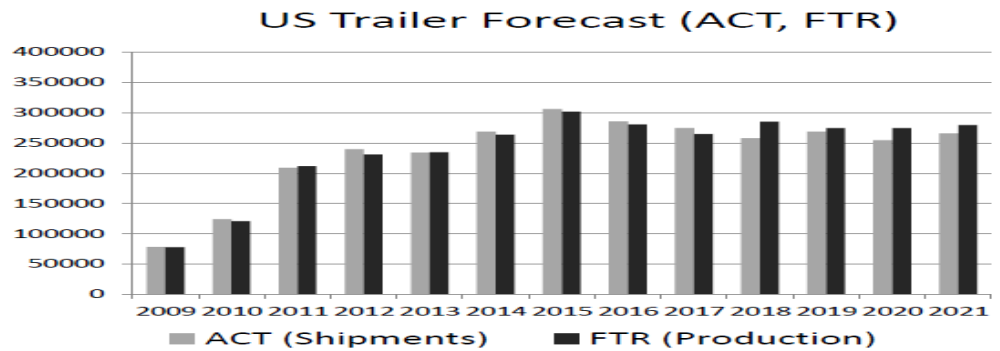
◆ 受中美貿易影響，部分機台將移回台灣生產：

森鉅目前共9條生產線，台灣7條以及中國約2條，最大產能約900萬平方米/年，2017年產能利用率約60%，2018年起則因接單狀況逐漸好轉，目前產能利用率已逐漸提升，然而受到中美貿易戰升溫影響，森鉅自10/2018起陸續將位於中國部分機台運回台灣產線進行生產，降低貿易戰影響；成本結構方面，料約佔80%(鋼與聚乙烯(PE)佔比約各半)、工費約20%，其中森鉅塑料部分主要與國外廠商取得回收塑料，因此森鉅之生產成本較對手低，而2018年因對手Wabash受到232條款影響使其生產成本提高而調漲其產品價格，森鉅亦能跟進調漲終端市場售價，但森鉅於成本部分則未受影響，因此毛利率較去年同期明顯提升，預估4Q18營收11.9億元(QoQ-2.5%、YoY+10%)，稅後淨利2.8億元(YoY+70%)，稅後EPS 1.71元，合計2018年營收49億元(YoY+9.3%)，稅後淨利12.7億元(由虧轉盈，2017年進行子公司資產減損)，稅後EPS 7.67元。

◆ 2019年稅賦減免消失，稅後淨利恐衰退：

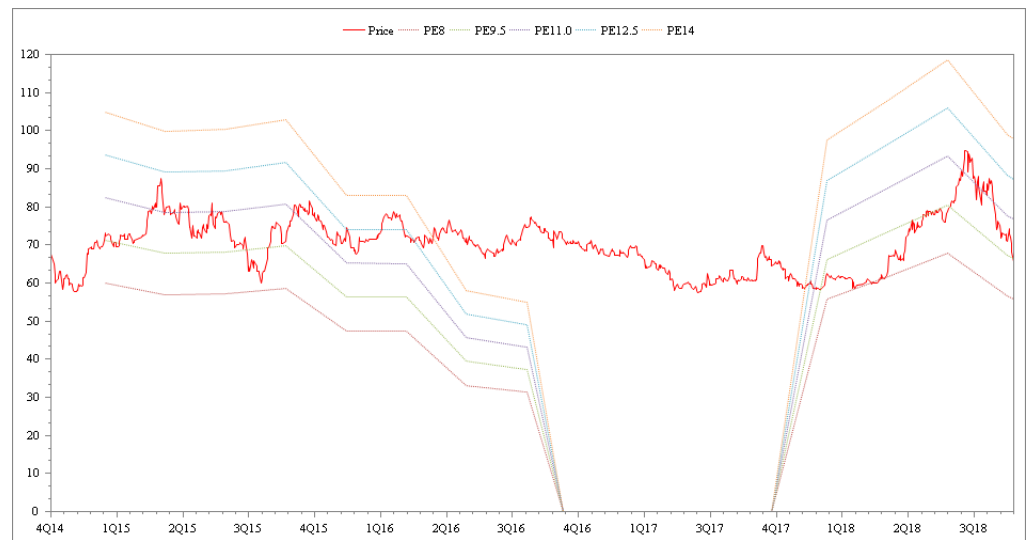
森鉅於2017年對於旗下子公司安森科技(持股50%)進行資產減損，2017年認列約4.4億元資產減損，導致2017年獲利由盈轉虧，而在2018年則因提列資產減損獲得稅賦減免約1.3億元，將平均認列於2Q~4Q18，降低2018年平均稅率，然在2019年則無此項優惠，將使稅率恢復正常水準；營收方面，目前貨櫃車產業狀況逐漸回升，預估營收仍將小幅成長，預估2019年營收51.5億元(YoY+5%)，稅後淨利11.5億元(YoY-10%)，稅後EPS 6.91元；評價部分，歷史區間位於PER\*8-14倍，考量其受到中美貿易戰影響下，給予區間中緣評價，建議持有。(以未來四季EPS\*PER 10倍)

圖三、北美貨櫃車景氣逐漸好轉



資料來源：森鉅、日盛彙整

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



2018 年 10 月 9 日

近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20181009	持有	70.8
20180608	買進	100.0
20170428	中立	73.6

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年10月9日

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	4,485	4,902	5,145	1,125	1,137	1,079	1,165	1,331	1,218	1,187	1,235	1,385
營業毛利	1,484	1,821	1,938	402	309	379	416	496	460	449	463	521
營業費用	460	566	552	119	120	98	128	165	138	135	132	140
營業利益	1,025	1,255	1,386	283	189	281	288	331	322	314	331	381
營業外收支	-1,440	182	45	36	-1,142	-61	-121	291	9	3	10	15
稅前純益	-416	55	1,437	319	-954	220	167	622	-954	220	167	622
稅後純益	-37	1,272	1,145	261	-481	167	147	543	298	284	273	317
最新股本	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658
稅後 EPS(元)	-0.22	7.67	6.91	1.57	-2.90	1.01	0.89	3.27	1.80	1.71	1.65	1.91
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	33.1	37.16	37.67	35.75	27.15	35.11	35.69	37.29	37.8	37.8	37.5	37.6
營業利益率	22.85	25.61	26.95	25.14	16.61	26.03	24.71	24.88	26.47	26.43	26.82	27.49
稅前純益率	-9.27	1.13	27.93	28.38	-83.9	20.37	14.3	46.75	-78.32	18.52	13.49	44.95
稅後純益率	-0.83	25.96	22.26	23.17	-42.29	15.48	12.65	40.79	24.46	23.94	22.1	22.86
<b>YoY(%)</b>												
營收	2.52	9.31	4.97	-9.7	16.91	16.62	1.97	18.3	7.12	10	6	4
營業利益	-15.44	22.47	10.45	-20.68	-30.94	54.79	5.76	17.07	70.65	11.71	15.05	14.92
稅前純益	--	--	2,492.75	-16.45	25.07	-28.28	--	94.91	--	0	0	0
稅後純益	--	--	-10	-16.51	22.31	-36.56	831.09	108.22	--	70.12	85.2	-41.72
<b>QoQ(%)</b>												
營收				-1.52	0.99	-5.03	7.96	14.24	-8.55	-2.47	4.04	12.08
營業利益				3.92	-33.25	48.78	2.49	15.03	-2.71	-2.6	5.55	14.9
稅前純益				--	-26.89	--	-24.2	273.41	--	--	-24.2	273.41
稅後純益					1,547.23	-26.72	--	-11.76	268.38	-45.16	-4.56	-3.94

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	2Q18
流動資產	5,160	6,618	6,177
現金及約當現金	2,277	1,725	2,261
公允價值衡量金融資產	3	0	83
備供出售金融資產	192	125	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	1,504	1,323	1,082
非流動資產	5,361	4,565	4,640
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	4,617	4,095	4,068
無形資產	213	0	0
<b>資產總計</b>	<b>10,521</b>	<b>11,182</b>	<b>10,817</b>
流動負債	2,823	4,764	4,018
短期借款	1,749	3,961	3,242
非流動負債	290	32	31
<b>負債總計</b>	<b>3,113</b>	<b>4,796</b>	<b>4,049</b>
股本	1,555	1,658	1,658
普通股股本	1,555	1,658	1,658
資本公積	2,444	2,874	2,380
保留盈餘	2,328	1,422	2,164
庫藏股票	0	-191	-66
<b>股東權益</b>	<b>7,408</b>	<b>6,386</b>	<b>6,768</b>
每股淨值(元)	40.45	35.39	37.23
流動比率(%)	182.76	138.9	153.72
速動比率(%)	126.29	110.01	125.72
應收帳款週轉率(%)	5.4	5.63	1.29
負債比率(%)	29.59	42.89	37.44
稅後股東權益報酬率(%)	16.38	-0.61	8.89

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	1,221	-416	789
折舊及攤提費用	198	213	97
利息費用	29	33	20
股利收入	-8	-6	--
權益法認列關聯企業損益	-7	-6	1
處分不動產、廠房及設備	0	0	--
處分權益法之投資損益	-28	-26	--
未實現外幣兌換損益	-62	127	-58
應收帳款增減	67	11	-221
存貨增減	-156	233	240
應付帳款增減	-6	10	29
<b>營業活動現金流量</b>	<b>955</b>	<b>391</b>	<b>1,485</b>
公允價值衡量金融資產增減	0	0	-40
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	-13	--
取得不動產、廠房及設備	-306	-395	-196
處分不動產、廠房及設備	1	0	--
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-668</b>	<b>-2,132</b>	<b>132</b>
短期借款增減	361	2,212	-719
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	0	-1	0
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-939	-882	-498
庫藏股票增減	0	-191	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-578</b>	<b>1,238</b>	<b>-1,092</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>-247</b>	<b>-552</b>	<b>535</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 10 月 9 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