

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1587 TT	中立	吉茂的投資評等為中立，主要理由如下：
吉茂	目標價	(1) 產線調整結束，南京廠的貢獻將持續顯現，可望帶動2019年營運重回成長軌道； (2) 惟獲利能否轉趨穩定仍待觀察，且目前國內汽車零組件族群的評價仍持續承壓。

研究員 史聖國  
 linus@jsun.com

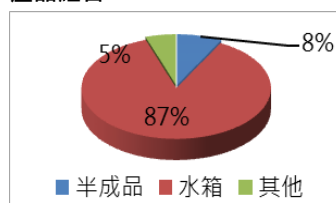
近期投資評等

10/24/2018	中立
04/16/2018	未評等

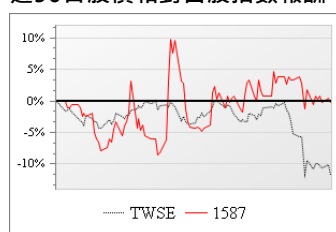
公司基本資料

收盤價(元)(10/23/2018)	19.30
股本(百萬元)	677
總市值(億元)	13.1
每股淨值(元)	17.95
外資持股比(%)	19.57
投信持股比(%)	0.00
近20日均量(張)	47
融資餘額(10/23/2018)	NA

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	1,395	1,566	296	366	375	358	380	412
營業毛利	269	334	46	74	77	73	79	89
營業利益	6	61	-16	6	9	8	11	20
稅後純益	7	50	-11	3	8	7	9	16
稅後 EPS(元)	0.10	0.74	-0.16	0.04	0.11	0.10	0.14	0.24
毛利率(%)	19.32	21.31	15.48	20.15	20.59	20.31	20.88	21.69
營業利益率(%)	0.46	3.89	-5.43	1.63	2.36	2.15	2.91	4.81
稅後純益率(%)	0.47	3.19	-3.59	0.79	2.02	1.87	2.44	3.89
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.06	12.3	-6.78	23.61	2.51	-4.42	6.05	8.43
營業利益 YoY/QoQ(%)	-79.79	842.38	--	--	47.99	-12.92	43.54	79.23
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-59.46	661.49	--	--	161.72	-11.61	38.54	72.64

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

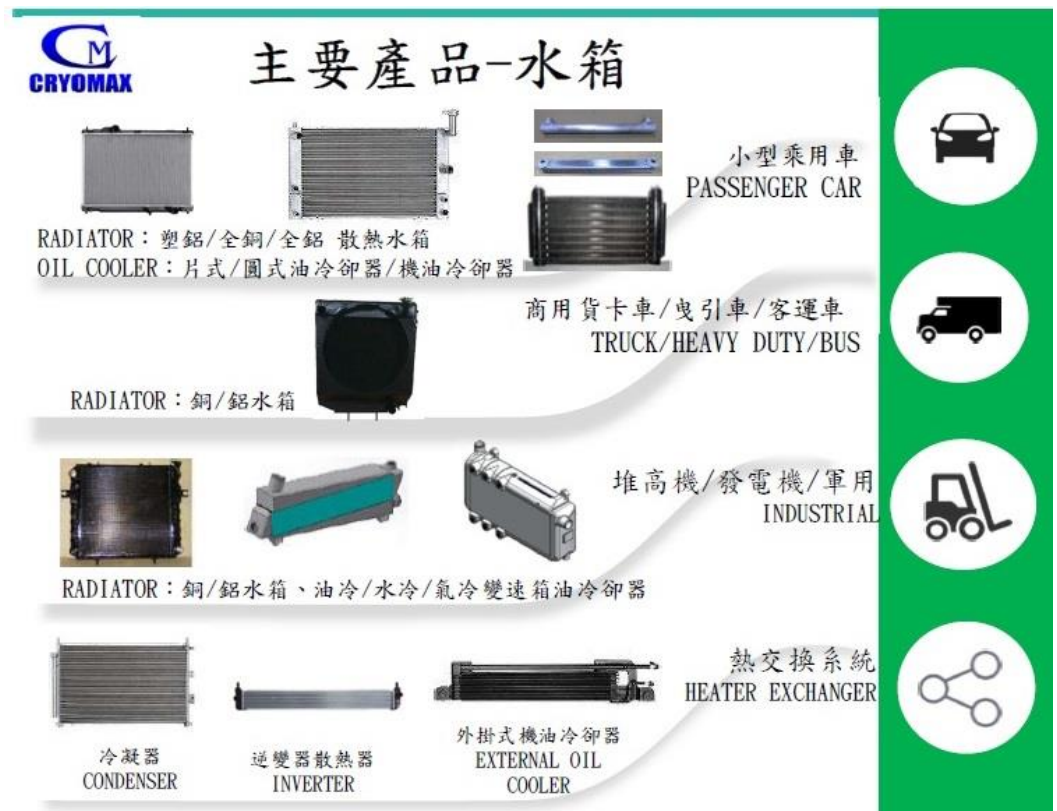
重點摘要

- ◆ **1H18 營運受產線調整影響低於預期：**吉茂為國內最大汽車水箱製造廠，以汽車鋁製水箱為最大產品，以北美 AM 市場為主，另外也是國內軍方多款車種的軍用散熱器唯一通過認證的衛星工廠。2017 年受到匯率及產線調整的影響，整體營運表現低於預期，營收及獲利皆呈現年衰退，1Q18 由於模具陸續集中至南京廠，加上國際匯率環境相對不利，因此影響到出貨狀況及營運表現，整體生產受到零部件供應不足未達經濟規模，導致 1Q18 的虧損較 4Q17 進一步擴大，1H18 的營運表現低於預期。
- ◆ **透過私募引進 Denso，強化技術能力及合作關係：**吉茂於 2011 年透過辦理私募引進日本最大的汽車零組件大廠 Denso，透過 Denso 的投資強化合作關係並提高研發與生產技術等能力，目前 Denso 為吉茂最大客戶，三分之二的水箱產品為吉茂所供應，在 Denso 入股後，近年來銷售給 Denso 的金額及營收佔比持續增加，未來 Denso 將透過吉茂的生產能力加速在中國市場的布局，吉茂也將透過 Denso 的品牌提高自身的知名度，持續強化雙方的合作關係。
- ◆ **2019年可望重回成長軌道：**產線的調整已告一段落，南京廠的貢獻開始顯現，單月營收自04/2018開始轉為正成長，經濟規模提升帶動2Q18順利轉虧為盈，雖然累計1H18仍未能脫離虧損，不過吉茂的累計營收YoY已在09/2018轉為正成長，3Q18整體稼動率及經濟規模持續提升，獲利狀況可望同步好轉，預估累計1Q~3Q18有機會達到損益兩平；由於南京廠對整體營運的貢獻可望持續放大，因此2019年的展望相對樂觀，整體營運可望重回成長軌道，且2018年的基期偏低，獲利可望呈現明顯增長，不過目前整體汽車零組件類股尤其是AM族群及同業英瑞-KY的評價仍持續承壓，且吉茂的獲利能否轉趨穩定仍待進一步觀察，暫時給予中立的投資評等。

◆ 公司簡介：

吉茂成立於 1984 年，目前為國內最大汽車水箱製造廠，國內與其營運項目同質性最高的廠商為 1592 TT 英瑞-KY，吉茂早期以生產銅製水箱為主，在 1999 年轉入鋁製水箱產品，生產基地位於台灣、東莞、南京，並在美國加州及維吉尼亞州各設有 1 個發貨倉庫，以銷售地區別比重而言，1H18 美國佔 52%、台灣 21%、亞洲 13%、歐洲 9%、其他地區 5%。目前吉茂在台灣 AM 市場的市佔率高達 6 成，客戶數量超過百個，單一客戶的比重都不高，國內較著名的客戶為和泰車，提供 OES 服務，另外也是軍方如雲豹及悍馬車等多款車種的軍用散熱器唯一通過認證的衛星工廠。

圖一、吉茂水箱產品



資料來源：吉茂

吉茂於 2001 年開始量產鋁製水箱，同時擁有銅製及鋁製水箱的生產能力，目前主要產品包括水箱及模具，產品應用在車用、投影機、伺服器、主機機房散熱器等，目前擁有 3,350 套模具，可銷售品項達 4,955 款，其中以汽車鋁製水箱為最大產品，以 AM 市場為主，汽車輕量化為產業主要發展趨勢，因此鋁製水箱持續替代傳統不鏽鋼製品，目前銅製水箱的營收及出貨比重都低於 1 成，水箱產品超過 1,200 款，產品涵蓋世界各種廠牌水箱，產品種類齊全，包括自小客車、小貨車、大貨車、堆高機、發電機、軍用悍馬車及戰車等各式車種。吉茂的競爭力在於自有模具數量、供貨能力、彈性製造，以及一條龍式的生產能力，從模具到相關零組件都可自行生產，更重要的是具備 Denso 的技術及訂單支援，透過模具及零組件產品進入 ODM 及 OEM 市場，並同步發展 OES 及 AM 市場。

◆ 透過私募引進 Denso，強化技術能力及合作關係：

吉茂於 2011 年透過辦理私募引進日本最大的汽車零組件大廠 Denso，透過 Denso 的投資強化合作關係並提高研發與生產技術等能力，目前 Denso 為吉茂最大客戶，2017 年營收佔比達 28%，Denso 三分之二的水箱產品為吉茂所供應，透過與 Denso 的合作，目前在美國市場已經切入 Toyota 的供應鏈，除了提供 OES 服務之外，也開始準備進入 Toyota 的 AM 市場，也正在跟美國以外地區的 Toyota 進行接觸。

Denso 是日本上市公司，成立於 1949 年，原為 Toyota 旗下的汽車零組件供應商，而後從 Toyota 集團獨立出來，目前是全球最大汽車散熱器廠，在 Denso 入股後，近年來銷售給 Denso 的金額及營收佔比持續增加，並已透過 Denso 成為唯一打入 OES 水箱市場的供應商，吉茂目前對 Denso 的年銷售量達 25 萬片，目前彼此具有生產及投資關係，短期內不會有被取代的問題，未來 Denso 將透過吉茂的生產能力加速在中國市場的布局，吉茂也將透過 Denso 的品牌提高自身的知名度，持續強化雙方的合作關係。除了美國市場之外，Denso 在中國市場的布局也開始加快，未來將目標客戶鎖定在品質要求較高、利潤也較佳的合資車廠，另外也看好中國 AM 市場的發展潛力，未來在中國市場將透過 Denso 的通路以自有品牌行銷。

◆ 設立南京廠完成一條龍生產計畫：

由於水箱體積相對較大，需要較大倉儲空間，再加上台灣廠的產能已經遇到瓶頸，因此吉茂決定增設南京廠，以往的製造流程是由東莞廠生產零組件再運送回台灣完成生產，在南京廠設立後可實現一條龍式的生產，目前鋁材供應商就在南京廠旁，除了生產成本可以有效下降之外，也可以有效降低交期(目前大多水箱廠都是接單式生產，交期約 45 天)，南京廠將成為未來集團主要生產基地。東莞廠當初設立目的為集團零配件供應廠及模具製造廠，在南京廠設立之後，目前東莞廠已經轉為以模具生產為主，除了提供集團所需的模具之外，也已開始自行對外接單，在南京廠設立後，水箱產品將配合 Denso 持續開發新款項，並進一步開發中東、俄羅斯等市場，另外卡車水箱在技術上具領先，待設備產能及技術陸續到位後將開始正式啟動，另外也會開始發展電子及伺服器等汽車水箱之外的產品。在南京廠的產能提升之後，可達到縮交期的效益，吉茂以成為 AM 市場的領導者為願景，未來以全球發展與布局、7 天交貨、全方位汽車散熱器及零件供應商為中長期的發展目標。

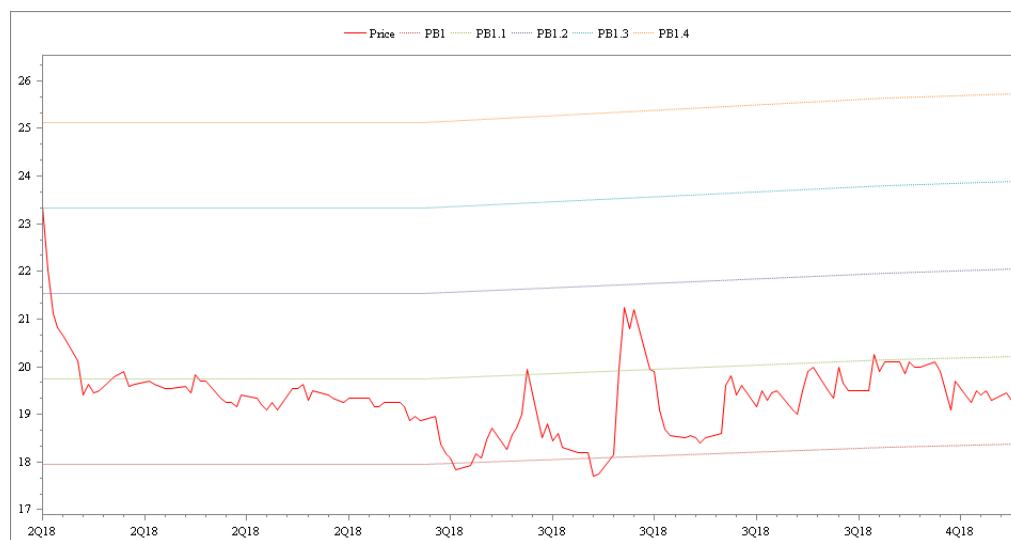
◆ 1H18 營運受產線調整影響低於預期，2019 年可望重回成長軌道：

2017 年受到匯率及產線調整的影響，整體營運表現低於預期，營收及獲利皆較 2016 年呈現衰退，1Q18 由於模具陸續集中至南京廠，加上國際匯率環境相對不利，因此影響到出貨狀況及營運表現，整體生產受到零部件供應不足未達經濟規模，導致 1Q18 的虧損較 4Q17 進一步擴大，1H18 的營運表現低於預期。不過產線的調整已告一段落，南京廠的貢獻開始顯現，單月營收自 04/2018 開始轉為正成長，經濟規模提升帶動 2Q18 順利轉虧為盈，雖然累計 1H18 仍未能脫離虧損，不過吉茂的累計營收 YoY 已在 09/2018 轉為正成長，3Q18 整體稼動率及經濟規模持續提升，獲利狀況可望同

2018年10月24日

步好轉，預估累計 1Q~3Q18 有機會達到損益兩平；由於南京廠對整體營運的貢獻可望持續放大，因此 2019 年的展望相對樂觀，整體營運可望重回成長軌道，且 2018 年的基期偏低，獲利可望呈現明顯增長，不過目前整體汽車零組件類股尤其是 AM 族群及同業英瑞-KY 的評價仍持續承壓，且吉茂的獲利否轉趨穩定仍待進一步觀察，暫時給予中立的投資評等。

**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
20181024	中立	-
20180416	未評等	-

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年10月24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	1,353	1,395	1,566	348	347	317	296	366	375	358	380	412
營業毛利	288	269	334	77	76	61	46	74	77	73	79	89
營業費用	256	263	273	68	64	59	62	68	68	65	68	70
營業利益	32	6	61	9	12	3	-16	6	9	8	11	20
營業外收支	-7	3	4	1	1	0	2	-2	1	1	1	1
稅前純益	25	9	65	10	13	3	-14	4	10	9	12	21
稅後純益	16	7	50	10	11	-4	-11	3	8	7	9	16
最新股本	677	677	677	677	677	677	677	677	677	677	677	677
稅後 EPS(元)	0.24	0.10	0.74	0.14	0.16	-0.06	-0.16	0.04	0.11	0.10	0.14	0.24
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	21.3	19.32	21.31	22.08	21.85	19.35	15.48	20.15	20.59	20.31	20.88	21.69
營業利益率	2.36	0.46	3.89	2.46	3.55	0.81	-5.43	1.63	2.36	2.15	2.91	4.81
稅前純益率	1.81	0.65	4.15	2.84	3.8	0.87	-4.67	1.19	2.63	2.43	3.17	5.05
稅後純益率	1.2	0.47	3.19	2.76	3.13	-1.25	-3.59	0.79	2.02	1.87	2.44	3.89
<b>YoY(%)</b>												
營收	-8.27	3.06	12.3	--	-12.37	-1.4	-13.15	4.99	8.02	12.9	28.44	12.67
營業利益	-56.32	-79.79	842.38	--	34.32	-85.29	--	-30.16	-28.21	200.82	--	231.53
稅前純益	-65.7	-62.99	615.58	--	254.55	-84.27	--	-56	-25.26	215.02	--	379.04
稅後純益	-74.58	-59.46	661.49	--	294.3	--	--	-69.83	-30.23	--	--	453.33
<b>QoQ(%)</b>												
營收				2.26	-0.37	-8.55	-6.78	23.61	2.51	-4.42	6.05	8.43
營業利益				0.12	43.97	-79.22	--	--	47.99	-12.92	43.54	79.23
稅前純益				--	33.38	-79.03	--	--	126.58	-11.61	38.53	72.66
稅後純益				--	13.16	--	--	--	161.72	-11.61	38.54	72.64

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	1,283	1,229	1,333
現金及約當現金	322	262	216
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	607	622	646
非流動資產	1,192	1,183	1,156
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,033	1,026	995
無形資產	0	0	0
資產總計	2,475	2,412	2,489
流動負債	902	1,011	909
短期借款	395	501	487
非流動負債	420	311	365
負債總計	1,322	1,322	1,274
股本	543	600	677
普通股股本	543	600	677
資本公積	346	348	425
保留盈餘	279	185	148
庫藏股票	--	--	--
股東權益	1,153	1,089	1,216
每股淨值(元)	21.16	18.14	17.95
流動比率(%)	142.34	121.52	146.68
速動比率(%)	74.99	60.01	75.53
應收帳款週轉率(%)	5.48	5.11	1.11
負債比率(%)	53.4	54.84	51.17
稅後股東權益報酬率(%)	5.43	1.45	0.25

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	71	25	-9
折舊及攤提費用	127	117	57
利息費用	15	14	9
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	-1	-1	0
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	14	-48
存貨增減	30	-25	-15
應付帳款增減	22	27	28
營業活動現金流量	246	113	-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	-171	-170	-38
處分不動產、廠房及設備	22	5	2
投資活動現金流量	-165	-171	-30
短期借款增減	3	110	-20
長期借款增減	-1	-59	2
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	151
發放現金股利	-54	-54	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-52	-7	23
淨現金流量	30	-60	-45

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 10 月 24 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