

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1524 TT 耿鼎	持有 目標價 11	耿鼎的投資評等由買進調降至持有，目標價11元，潛在漲幅8.37%，主要理由如下： (1) 2015年反托拉斯案和解後整體營運逐步好轉，2018年獲利將恢復成長； (2) 2019年全球政經環境充滿不確定性，營運成長無慮但力道略顯不足。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

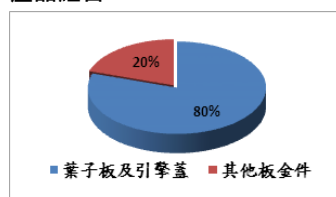
近期投資評等

12/12/2018	持有/中立
02/17/2017	買進

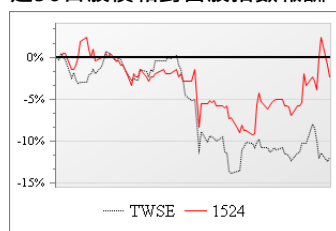
公司基本資料

收盤價(元)(12/11/2018)	10.15
股本(百萬元)	1,797
總市值(億元)	18.2
每股淨值(元)	12.38
外資持股比(%)	0.20
投信持股比(%)	0.23
近20日均量(張)	663
融資餘額(12/11/2018)	5,559

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	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	2,430	2,355	591	602	627	560	566	575
營業毛利	508	506	118	129	137	123	115	124
營業利益	243	256	49	64	71	61	55	64
稅後純益	202	208	58	52	61	52	44	51
稅後 EPS(元)	1.13	1.16	0.32	0.29	0.34	0.29	0.25	0.29
毛利率(%)	20.91	21.48	19.96	21.38	21.87	21.9	20.42	21.64
營業利益率(%)	9.98	10.89	8.26	10.69	11.41	10.91	9.71	11.2
稅後純益率(%)	8.33	8.85	9.85	8.7	9.66	9.25	7.83	8.91
營業收入 YoY/QoQ(%)	-7.91	-3.06	-3.17	2	3.99	-10.66	1.05	1.63
營業利益 YoY/QoQ(%)	-13.72	5.69	-15.69	31.97	11	-14.58	-10.1	17.26
稅後純益 YoY/QoQ(%)	23.03	2.91	85.65	-9.87	15.46	-14.48	-14.46	15.68

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **4Q18~1Q19傳統營運旺季可期：**耿鼎2018年的各項財務結構持續改善，除了負債比持續下降之外，ROE也高於去年同期，1Q~3Q18累計營收雖然呈現小幅衰退，不過稅後淨利不減反增，主因是匯率環境相對有利，加上產品組合改善帶動毛利率上升，由於以往第四季至隔年第一季度為產業傳統旺季，因此預期4Q18的營運將會符合以往旺季時正常的水準。
- ◆ **積極開發中國市場：**北美AM市場發展已相當成熟，而中國近年來新車銷量持續成長，汽車保有量持續增加，有利於未來AM市場的發展，中國是近幾年成長最快速的市場，在中國市場目前鎖定銷售量大的車款生產，透過當各地大經銷商出貨，國內4大板金廠都積極在開發中國市場，耿鼎已跟中國各大保險公司建立合作關係，目前產品都已經開始出貨，未來將持續積極佈局中國AM市場，繼續提升市佔率及認證數。耿鼎在2017年為國內第一家獲得中國平安財險支持NSF認證汽車AM市場板金配件的廠商，至11/2018為止在中國CAPA(238件，佔比約77%)及NSF板金件(243件，佔比約71%)的認證數目前是居業界之冠，未來仍有相當大的發展空間。
- ◆ **2019年營運展不悲觀：**整體而言，耿鼎的營運狀況相當穩定，由於產業秩序好轉，配合北美AM市場狀況穩定，2019年的營運展望並不悲觀，並不受北美新車銷量成長停滯所影響，未來將持續透過調整產品組合，增加高毛利率產品的比重，影響整體營運的主要變數仍在於原物料及匯率的變動，日盛預估耿鼎2018年及2019年EPS分別為1.13元及1.16元，考量國際政經情勢不確定性仍高，且2019年營運成長雖無慮但動能不足，不過若股利發放率維持近2年水準，現金殖利率仍具吸引力，投資評等由買進調降為持有，目標價11元。

◆ 公司簡介：

耿鼎成立於 1986 年，為全球主要 AM 汽車板金件供應商，主要產品為金屬碰撞件包括葉子板、引擎蓋、保險桿、車門、冷凝器、車尾門及其他各類零件，以葉子板及引擎蓋合計共佔營收比重 75%~80%為最大，耿鼎在台灣桃園有 2 個生產基地，每年生產 2 百萬件以上的產品，2017 年度銷售量約 341 萬件，目前產品 100%出口，全數都做 AM 市場，以地區別而言，以北美地區佔營收 60%~65%為最大，其次為歐洲地區佔 10%~15%，其他包括中南美、中國及中東地區，各佔約 10%~15%的比重。

圖一、耿鼎主要產品



資料來源：耿鼎

一套板金件模具平均要價 8,00 萬~1,200 萬元，由於模具攤銷要 5~7 年，但是幾乎沒有使用年限，因此新競爭者很難進入市場，模具數量已成為板金產業進入的最大障礙所在，國內目前 4 大鈹金廠為 1512 TT 瑞利、耿鼎、開億(已併入 1319 TT 東陽)、維輪(未上市櫃)，主導全球板金 AM 市場，耿鼎最大的競爭優勢在於具有 30 年以上 AM 市場製造與銷售經驗，並已累計千套以上的模具數，且通過多項品質系統認證，具備自行開模的能力，產品線相當齊全，可滿足客戶需求，加上積極開發中國地區的市場，有助於提升未來成長的動能。

2018 年 12 月 12 日

◆ 反托拉斯案和解後，板金業市場秩序轉佳：

耿鼎在 2009 年遭美國 Fond Du Lac Bumper Exchange Inc. 公司控告違反反托拉斯法，耿鼎選擇和解並在 1Q15 及 2Q15 分別提列 9 百萬美元及 250 萬美元合計共 1,150 萬美元的和解金，為 2015 年呈現虧損的主因，2007 年 AM 板金件產品利潤高，幾乎是賣一片賺一片，但是 2009 年反托拉斯法之後，整體板金產業沉寂一段不算短的時間，直到近幾年狀況才逐漸好轉，目前市場競爭狀況並不激烈。

2009 年反托拉斯訴訟案之後，板金廠商在開新模具時皆會相對謹慎，通常同業已經有開的模具，其他競爭廠商通常就會避開，在反托拉斯案和解之後，耿鼎的整體營運狀況逐年好轉，毛利率都維持在 20% 以上的水準，和解之後對於開發北美市場有利，更重要的是板金市場歷經 2009~2014 年激烈競爭之後，近年市況開始好轉，雖然近幾年北美新車銷售已進入高原期並緩步下滑，但銷量仍維持在高檔水準，預期未來幾年零部件更換的需求將陸續轉入 AM 市場，因此對於北美 AM 市場的後市並不看淡。

◆ 積極開發中國市場：

北美 AM 市場發展已相當成熟，而中國近年來新車銷量持續成長，汽車保有量持續增加，有利於未來 AM 市場的發展，中國是近幾年成長最快速的市場，在中國市場目前鎖定銷售量大的車款生產，透過當各地大經銷商出貨，國內 4 大板金廠都積極在開發中國市場，耿鼎已跟中國各大保險公司建立合作關係，目前產品都已經開始出貨，未來將持續積極佈局中國 AM 市場，繼續提升市佔率及認證數。

以認證數量而言，耿鼎在 2017 年為國內第一家獲得中國平安財險支持 NSF 認證汽車 AM 市場鈹金配件的廠商，至 11/2018 為止，已通過北美 CAPA 鈹金件認證項目達 1,318 件(佔 CAPA 已認證數 46%)、NSF 鈹金件達 1,306 件，在中國 CAPA(238 件，佔比約 77%)及 NSF 鈹金件(243 件，佔比約 71%)的認證數目前是居業界之冠，目前中國在通過認證的數量遠低於北美市場，未來仍有相當大的發展空間。

◆ 2019 年營運展望不悲觀：

2018 年財務結構持續改善，除了負債比持續下降之外，ROE 也高於去年同期，1Q~3Q18 累計營收雖然呈現小幅衰退，不過稅後淨利不減反增，主因是匯率環境相對有利，加上產品組合改善帶動毛利率上升，由於以往第四季至隔年第一季度為產業傳統旺季，因此預期 4Q18 的營運將會符合旺季時的正常水準。

至於在中美貿易戰的影響方面，由於耿鼎的產能全部都在台灣，因此不受中美貿易戰影響，不過仍需持續觀察貿易戰所造成消費縮手等間接影響會有多大，另外，北美 AM 板金件主要供應商都是台灣廠商，因此不會有所謂的轉單效應。整體而言，耿鼎的營運狀況相當穩定，由於產業秩序好轉，配合北美 AM 市場狀況穩定，2019 年的營運展望並不悲觀，並不受北美新車銷量成長停滯所影響，未來將持續透過調整產品組合，增加高毛利率產品的比重，影響整體營運的主要變數仍在於原物料及匯率的變動，日盛預估耿鼎 2018 年及 2019 年 EPS 分別為 1.13 元及 1.16 元，考量國際政經情勢不確定性仍高，且 2019 年營運成長雖無虞但動能不足，不過若股利發放率維持近 2 年水準，現金殖利率仍具吸引力，投資評等由買進調降為持有，目標價 11 元。

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
20181212	持有	11.0
20170217	買進	14.3

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	2,638	2,430	2,355	640	706	610	591	602	627	560	566	575
營業毛利	549	508	506	132	155	124	118	129	137	123	115	124
營業費用	269	265	249	69	68	67	69	64	66	62	61	60
營業利益	281	243	256	64	87	58	49	64	71	61	55	64
營業外收支	-73	12	1	1	-17	-21	31	1	2	2	3	-2
稅前純益	208	255	257	64	69	37	80	65	73	63	58	62
稅後純益	165	202	208	55	57	31	58	52	61	52	44	51
最新股本	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797
稅後 EPS(元)	0.92	1.13	1.16	0.30	0.32	0.17	0.32	0.29	0.34	0.29	0.25	0.29
經營效率(%)												
毛利率	20.81	20.91	21.48	20.69	21.93	20.39	19.96	21.38	21.87	21.9	20.42	21.64
營業利益率	10.66	9.98	10.89	9.98	12.29	9.49	8.26	10.69	11.41	10.91	9.71	11.2
稅前純益率	7.89	10.5	10.92	10.07	9.82	6.02	13.51	10.81	11.71	11.21	10.3	10.8
稅後純益率	6.24	8.33	8.85	8.54	8.08	5.14	9.85	8.7	9.66	9.25	7.83	8.91
YoY(%)												
營收	1.27	-7.91	-3.06	1.52	-2.35	-5.3	-8.95	-5.84	-11.2	-8.25	-4.24	-4.59
營業利益	-10.8	-13.72	5.69	-1.38	7.48	-17.85	-18.84	0.85	-17.53	5.5	12.49	-0.05
稅前純益	-21.58	22.49	0.85	71.66	-30.22	178.15	30.08	1.15	5.95	70.97	-26.96	-4.67
稅後純益	-25.49	23.03	2.91	75.28	-31.34	203.75	36.53	-4.02	6.16	65.23	-23.87	-2.29
QoQ(%)												
營收	--	--	--	-1.37	10.28	-13.54	-3.17	2	3.99	-10.66	1.05	1.63
營業利益	--	--	--	6.2	35.74	-33.22	-15.69	31.97	11	-14.58	-10.1	17.26
稅前純益	--	--	--	5.01	7.55	-47	117.34	-18.35	12.65	-14.48	-7.15	6.56
稅後純益	--	--	--	28.21	4.39	-45.05	85.65	-9.87	15.46	-14.48	-14.46	15.68

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	3Q18
流動資產	1,553	1,638	1,417
現金及約當現金	539	612	382
公允價值衡量金融資產	30	14	4
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	426	485	532
非流動資產	3,301	3,387	3,456
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,950	3,090	3,200
無形資產	--	--	--
資產總計	4,854	5,025	4,873
流動負債	1,229	1,531	1,446
短期借款	190	500	492
非流動負債	1,518	1,335	1,202
負債總計	2,748	2,865	2,648
股本	1,797	1,797	1,797
普通股股本	1,797	1,797	1,797
資本公積	0	0	0
保留盈餘	291	360	421
庫藏股票	0	0	0
股東權益	2,106	2,160	2,225
每股淨值(元)	11.72	12.02	12.38
流動比率(%)	126.31	107.01	98.05
速動比率(%)	83.63	68.48	54.24
應收帳款週轉率(%)	6.04	5.99	1.51
負債比率(%)	56.61	57.02	54.33
稅後股東權益報酬率(%)	11.08	7.72	2.38

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	265	208	182
折舊及攤提費用	402	374	271
利息費用	41	25	16
股利收入	-5	-7	0
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	0	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	-55	24	30
存貨增減	-23	-59	-46
應付帳款增減	99	-27	-44
營業活動現金流量	746	546	361
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	-255	-514	-380
處分不動產、廠房及設備	1	0	0
投資活動現金流量	-288	-499	-357
短期借款增減	-106	310	-8
長期借款增減	51	-184	-105
公司債發行	--	--	--
公司債償還	0	0	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	0	-90	-81
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-220	26	-234
淨現金流量	238	73	-231

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 12 月 12 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