2019 年 3 月 19 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1527 TT	持有	鑽全的投資評等為持有，目標價58.7元，潛在漲幅14.2%，主要理由如下：
鑽全	目標價	(1) 2019年客戶拉貨意願平平，獲利無顯著成長動能；
	58.7	(2) 評價合理。

研究員 徐培勛
jtr1117barry@jsun.com

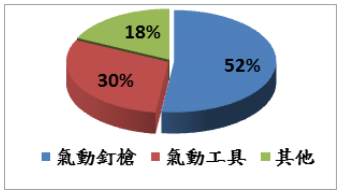
近期投資評等

03/19/2019	持有/中立
10/18/2018	持有/中立
07/11/2018	買進

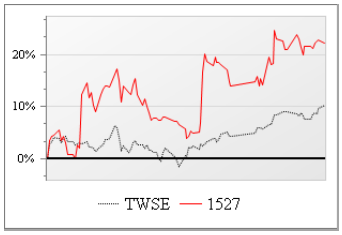
公司基本資料

收盤價(元)(03/18/2019)	51.40
股本(百萬元)	1,380
總市值(億元)	70.9
每股淨值(元)	25.69
外資持股比(%)	35.41
投信持股比(%)	2.02
近 20 日均量(張)	1,233
融資餘額(03/18/2019)	2,795

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

◆ **2018年車用工具銷售下滑使本業獲利衰退，然匯兌利益貢獻，獲利YoY+350%：**2018年營收37.33億元(YoY-2.7%)，因車用工具銷售策略不佳，導致部分客戶轉單，車用出62.1萬支(YoY-10%)不盡理想，氣動釘槍因較電動釘槍有連發、輕巧、耐用、價格便宜等優勢，每年具有固定需求量，獲利較車用穩定，2018年釘槍出貨86.3萬支(YoY+2.4%)，營業利益7.2億元(YoY-7%)，因公司在手3.7億美元資產，2018年台幣對美元貶值3%，預估貢獻稅後EPS 1.72元，預估2018年稅後淨利9.18億元(YoY+350%)，稅後EPS 6.65元。

◆ **2019年訂單持平，營收僅能維持同期表現：**原定於3Q18出的新產品1.5代瓦斯釘槍遞延至1/2019，營收3.7億元(MoM+13%、YoY+0.3%)，1~2/2019營收6億元(YoY+0.8%)，達成率64%符合預期，因新產品毛利率較高，且台幣1Q19截至(3/18)，貶值0.3%，預期毛利率將有所提升、業外將有匯兌利益貢獻，預估1Q19稅後淨利2.1億元較同期由虧轉盈，稅後EPS 1.52元。鑽全釘槍有50%用在美國建築上，目前美國基準利率2.25~2.5%，已接近2007年金融海嘯前至今0~5.25%區間中緣，利率上升影響新屋開工意願，房利美(Fannie Mae)預估2019年新屋開工戶數126.2萬戶，較2018年126萬戶持平，從接單狀況來看1H19釘槍銷售量可維持同期水準，然根據業務回報認為訂單2H19客戶下單意願不明，拉貨動能恐遲緩。氣動車用工具受電動產品取代之趨勢，且中國仿冒嚴重，預期2019年車用工具僅營收持平。

◆ **2019年客戶拉貨動能未有顯著提升，給予持有評等：**預估2019年營收37.43億元(YoY+0.3%)，毛利率因新產品推出和台幣貶值，預估毛利率29.9%(YoY+0.4ppts)，營業利益7.4億元(YoY+2.9%)，因2018年匯兌利益2.89億元，貢獻稅後EPS 1.72元，預估2019年稅後淨利5.78億元(YoY-37%)，稅後EPS 4.19元，目前PER 12.3倍，介於歷史PER 7倍~19倍中緣，考量2019年客戶拉貨動能未有顯著提升，給予持有評等，目標價58.7元(2019年EPS*PER 13倍)

單位:百萬元	2018F	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	3,733	3,743	896	911	916	1,028	878	936
營業毛利	1,100	1,120	278	280	261	306	253	278
營業利益	719	740	197	211	155	200	153	203
稅後純益	918	578	45	-24	571	209	162	162
稅後 EPS(元)	6.65	4.19	0.33	-0.18	4.14	1.52	1.17	1.17
毛利率(%)	29.46	29.92	31.05	30.77	28.45	29.75	28.82	29.68
營業利益率(%)	19.26	19.76	21.95	23.19	16.92	19.42	17.43	21.67
稅後純益率(%)	24.59	15.45	5.04	-2.66	62.37	20.35	18.41	17.31
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2.68	0.26	-10.69	1.63	0.56	12.27	-14.65	6.61
營業利益 YoY/QoQ(%)	-6.95	2.9	14.37	7.33	-26.62	28.89	-23.42	32.54
稅後純益 YoY/QoQ(%)	350.08	-37	-72.02	--	--	-63.37	-22.8	0.23

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **世界第一大氣動釘槍ODM廠**

鑽全為世界第一大氣動釘槍製造商，主要以ODM(原廠委託設計代工)為主，目前8個廠區皆在台中工業區，從壓鑄、加工、熱處理、組裝，提供一條龍服務。2018年營收比重：氣動釘槍52%、(汽修)氣動工具30%、其他18%(腳踏車前叉、零件、熱處理等)。

氣動釘槍以歐美為主要市場，產品銷售多半由品牌客戶負責，美國市場主要由 Stanley Black & Decker、Bostitch、Paslode、Senco、Hitachi、Ridgid 等；歐洲市場則依地域、產品屬性有所差異，主要品牌包含 BeA、Prebena、Omer等。釘槍分三種動力來源，以使用壽命來看，氣動>瓦斯>電動，氣動50~100萬下，瓦斯10萬下，電動5萬下後就需替換；以售價來看，電動>瓦斯>氣動，因電動釘槍裡的電池和馬達價格較高；以市占率來看：電動>氣動>瓦斯，雖然氣動釘槍輕又便宜，但因為氣動須加裝一條空壓機連接線，以專業木工師傅為主要客群，電動釘槍則為一般民眾使用，過往 Home Depot架上氣動釘槍仍佔一定比率，然因電動釘槍已從接線式改良成充電式電池裝置，輕巧便利度提升，成為目前賣場主力產品，對鑽全營收為一大隱憂。為了改善此劣勢，公司已發明無線瓦斯槍，佔營收10%，且正在研發新式產品，以滿足客戶需求。

(汽修)氣動工具品牌包括 Chicago Pneumatic、 Ingersoll Rand、Snap-On 均為全球知名的專業氣動工具廠商，除此之外，各地區另為地區性的品牌，如 Hazet、Rodcraft、Shinano、Kuken 等，在專業級的汽修氣動工具，均佔有一席之地，鑽全目前有氣動扳手、空氣鋸、氣錘、空氣研磨機等產品，然2018年因銷售策略不佳，導致部分客戶轉單，車用出62.1萬支(YoY-10%)不盡理想，且小型氣動工具受電動產品取代之趨勢明顯，中國仿冒品嚴重等問題，鑽全車用工具2019年展望持平。

表一、三大動力釘槍分析

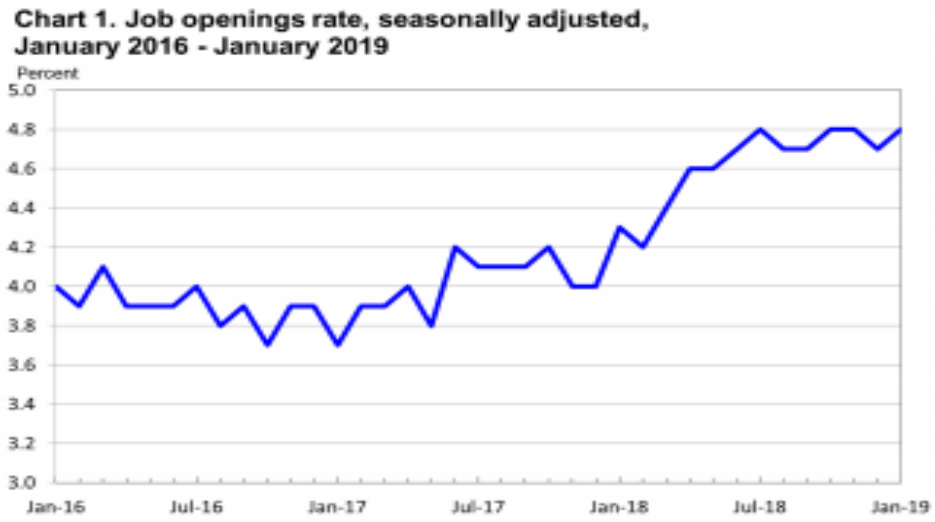
	氣動	瓦斯	電動
市占率	中	小	大
使用次數	50~100 萬次	10 萬次	5 萬次
售價	低	中	高

資料來源：鑽全、日盛投顧彙整

◆ **2019年訂單持平，營收僅能維持同期表現**

3/15/2019美國勞工部勞工統計局(BLS)公布1/2019職位空缺與勞工流動率調查(JOLTS)，1/2019職位空缺(經季節性因素調整後)創下12/2000以來新高的760萬人(月增5.9萬)，職位空缺率4.8%。以利率來看，美國基準利率從2015年的0%升到3/2019的2.25~2.5%，已趨近於2008年金融海嘯前以至今0~5.25%區間中緣，已影響新屋開工意願，房利美(Fannie Mae)預估2019年新屋開工戶數126.2萬戶，較2018年126萬戶持平，從接單狀況來看1H19釘槍銷售量可維持同期水準，然根據業務回報認為訂單2H19客戶下單意願不明，拉貨動能恐遲緩。氣動車用工具受電動產品取代之趨勢，且中國仿冒嚴重，預期2019年車用工具僅營收持平。

圖一、美國 1/2019 職位空缺率 4.8%



資料來源：房利美(Fannie Mae)

表二、房利美 2018~2020 新屋開工預測

Fannie Mae

Housing Forecast: February 2019

	2018				2019				2020							
	18.1	18.2	18.3	18.4	19.1	19.2	19.3	19.4	20.1	20.2	20.3	20.4	2017	2018	2019	2020
Housing Starts and Sales (SAAR, Thous. Units)																
Housing Starts	1,317	1,261	1,234	1,229	1,237	1,256	1,271	1,282	1,287	1,288	1,289	1,288	1,203	1,260	1,262	1,288
Single-Family (1 Unit)	889	896	877	841	865	890	912	928	934	937	939	940	849	876	899	938
Percent Change: Year-over-Year													8.6%	3.2%	2.6%	4.3%
Multifamily (2+ Units)	428	365	357	388	372	366	359	354	353	351	350	348	354	384	363	351
New Single-Family Home Sales	656	633	607	619	624	635	644	651	656	660	663	664	613	629	639	661
Percent Change: Year-over-Year													9.3%	2.5%	1.6%	3.5%
Total Existing Home Sales (Single-Family, Condos and Co-Ops)	5,507	5,413	5,273	5,180	5,159	5,360	5,417	5,441	5,449	5,454	5,457	5,459	5,510	5,340	5,344	5,455
Percent Change: Year-over-Year													1.1%	-3.1%	0.1%	2.1%
Total Home Sales (New + Existing)	6,163	6,046	5,880	5,799	5,783	5,995	6,061	6,092	6,105	6,114	6,120	6,123	6,123	5,969	5,983	6,116
Percent Change: Year-over-Year													1.9%	-2.5%	0.2%	2.2%
Home Prices (NSA, Thous. $)																
Median New	331	314	326	353	347	328	340	368	360	338	349	377	323	331	346	356
Median Total Existing	244	266	264	255	256	278	275	266	265	286	282	272	247	259	268	277
Fannie Mae HPI (% Change: Quarterly YoY, Annual Q4/Q4)	5.8%	5.9%	6.0%	5.4%	4.8%	4.5%	4.3%	4.0%	3.7%	3.2%	2.6%	2.5%	5.6%	5.4%	4.0%	2.5%
FHFA Purchase-Only Index (% Change: Quarterly YoY, Annual Q4/Q4)	7.4%	6.8%	6.3%	5.5%	4.4%	4.4%	4.5%	4.2%	4.0%	3.3%	2.8%	2.8%	6.9%	5.5%	4.2%	2.8%
Mortgage Rates (Percent)																
30-Year Fixed Rate Mortgage	4.3	4.5	4.6	4.8	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.0	4.5	4.4	4.4
5-Year Adjustable Rate Mortgage	3.6	3.8	3.9	4.1	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.2	3.8	3.9	3.9
Single-Family Mortgage Originations (NSA, Bil. $, 1-4 Units)																
Mortgage Originations	374	447	422	366	327	445	440	400	339	458	451	408	1,826	1,608	1,611	1,657
Purchase	227	335	319	266	216	337	333	295	236	356	348	306	1,177	1,147	1,181	1,246
Refinance	147	111	103	100	111	108	107	105	103	102	104	102	650	461	431	411
Refinance Share (%)	39%	25%	24%	27%	34%	24%	24%	26%	30%	22%	23%	25%	36%	29%	27%	25%

資料來源：房利美(Fannie Mae)

◆ **<u>2019年客戶拉貨動能未有顯著提升，給予持有評等</u>**

預估2019年營收37.43億元(YoY+0.3%)，毛利率因新產品推出和台幣貶值，預估毛利率29.9%(YoY+0.4ppts)，營業利益7.4億元(YoY+2.9%)，因2018年匯兌利益2.89億元，貢獻稅後EPS 1.72元，預估2019年稅後淨利5.78億元(YoY-37%)，稅後EPS 4.19元，目前PER 12.3倍，介於歷史PER 7~19倍中緣，考量2019年客戶拉貨動能未有顯著提升，給予持有評等，目標價58.7元(2019年EPS*PER 13倍)

PE 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
20190319	持有	58.7
20181018	持有	53.6
20180711	買進	77.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	3,836	3,733	3,743	994	942	1,004	896	911	916	1,028	878	936
營業毛利	1,114	1,100	1,120	281	282	273	278	280	261	306	253	278
營業費用	341	381	380	78	80	101	82	69	106	106	100	75
營業利益	773	719	740	202	201	172	197	211	155	200	153	203
營業外收支	-536	400	-6	-498	86	21	-145	-278	567	62	49	0
稅前純益	237	1,119	733	-296	288	193	52	-67	722	262	202	202
稅後純益	204	918	578	-287	285	161	45	-24	571	209	162	162
最新股本	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
稅後 EPS (元)	1.48	6.65	4.19	-2.08	2.06	1.17	0.33	-0.18	4.14	1.52	1.17	1.17
經營效率(%)												
毛利率	29.04	29.46	29.92	28.23	29.93	27.19	31.05	30.77	28.45	29.75	28.82	29.68
營業利益率	20.14	19.26	19.76	20.35	21.39	17.14	21.95	23.19	16.92	19.42	17.43	21.67
稅前純益率	6.17	29.98	19.6	-29.73	30.54	19.2	5.81	-7.33	78.84	25.44	23.01	21.63
稅後純益率	5.32	24.59	15.45	-28.89	30.24	16.08	5.04	-2.66	62.37	20.35	18.41	17.31
YoY(%)												
營收	-5.43	-2.68	0.26	2.51	-17.87	1.19	-5.42	-8.39	-2.73	2.46	-2.07	2.73
營業利益	-15.81	-6.95	2.9	-15	-30.68	-24.32	21.72	4.37	-23.06	16.1	-22.26	-4
稅前純益	-78.26	372.61	-34.46	44.31	-27.25	645.65	-88.73	--	151.1	35.74	287.98	--
稅後純益	-78.53	350.08	-37	44.31	-19.46	563.3	-88.74	--	100.65	29.73	257.88	--
QoQ(%)												
營收				4.93	-5.3	6.58	-10.69	1.63	0.56	12.27	-14.65	6.61
營業利益				25.17	-0.46	-14.58	14.37	7.33	-26.62	28.89	-23.42	32.54
稅前純益				-35.65	--	-32.98	-72.99	--	--	-63.77	-22.8	0.23
稅後純益				-38.47	--	-43.34	-72.02	--	--	-63.37	-22.8	0.23

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	14,514	11,863	12,694
現金及約當現金	435	162	188
公允價值衡量金融資產	--	0	3,732
備供出售金融資產	4,553	3,625	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	578	435	483
非流動資產	1,238	2,054	1,855
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	890	890	895
無形資產	9	28	25
資產總計	15,752	13,917	14,549
流動負債	11,800	10,117	10,377
短期借款	10,021	9,111	8,993
非流動負債	254	818	627
負債總計	12,054	10,935	11,004
股本	1,380	1,380	1,380
普通股股本	1,380	1,380	1,380
資本公積	0	0	0
保留盈餘	2,549	2,186	2,204
庫藏股票	0	0	0
股東權益	3,698	2,982	3,545
每股淨值(元)	26.81	21.61	25.7
流動比率(%)	123	117.26	122.33
速動比率(%)	118.1	112.96	117.67
應收帳款週轉率(%)	4.4	4.24	1.05
負債比率(%)	76.52	78.57	75.63
稅後股東權益報酬率(%)	26.28	6.11	6.08

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	1,089	237	917
折舊及攤提費用	89	90	69
利息費用	110	106	76
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	5	-2	-1
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	73	14	-123
存貨增減	119	136	-58
應付帳款增減	-2	5	-6
營業活動現金流量	1,052	339	658
公允價值衡量金融資產增減	0	0	-177
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	-17	-14	-12
處分不動產、廠房及設備	2	2	1
投資活動現金流量	-1,595	1,013	-551
短期借款增減	827	-910	-118
長期借款增減	50	-150	230
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-455	-566	-193
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	422	-1,626	-81
淨現金流量	-121	-274	26

資料來源：CMoney · JS 預估

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