

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4528 TT	買進	江興鍛的投資評等為買進，目標價62.6元，潛在漲幅17%，主要理由如下：
江興鍛	目標價	(1) 費用增加及業外損失干擾，1Q19獲利低於預期，惟2019年營運展望仍相對樂觀；
	62.6	(2) 中國車市2H19有機會因低基期轉為正成長，有利於獲利及評價回升。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

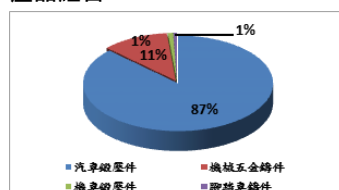
近期投資評等

05/10/2019	買進
05/07/2019	到價轉中立
01/15/2019	買進

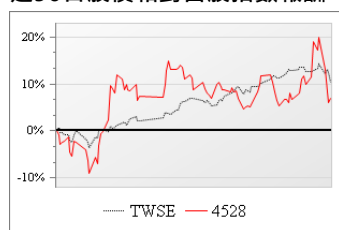
公司基本資料

收盤價(元)(05/09/2019)	53.50
股本(百萬元)	765
總市值(億元)	40.9
每股淨值(元)	25.69
外資持股比(%)	1.54
投信持股比(%)	5.06
近 20 日均量(張)	421
融資餘額(05/09/2019)	3,023

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	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	2,813	3,051	726	684	673	784	769	826
營業毛利	668	763	183	147	160	196	195	213
營業利益	388	455	115	71	83	119	120	133
稅後純益	278	342	79	57	58	86	94	104
稅後 EPS(元)	3.63	4.47	1.04	0.75	0.76	1.12	1.23	1.36
毛利率(%)	23.75	25.01	25.15	21.54	23.71	24.97	25.39	25.77
營業利益率(%)	13.78	14.92	15.89	10.43	12.29	15.2	15.64	16.11
稅後純益率(%)	9.88	11.22	10.94	8.37	8.63	10.97	12.24	12.59
營業收入 YoY/QoQ(%)	2.73	8.47	0.65	-5.73	-1.65	16.48	-1.93	7.44
營業利益 YoY/QoQ(%)	-13.99	17.41	18.05	-38.08	15.84	44.08	0.91	10.67
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-24.58	23.16	49.32	-27.81	1.42	48.05	9.42	10.5

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **營業費用增加及業外損失干擾，1Q19獲利低於預期：**江興鍛1Q19營收6.73億元 (YoY-1.34%)，其中台灣廠營收佔比42%，中國廠佔58%，毛利率由4Q18的21.54% 回升至1Q19的23.71%，由於2Q19陸續有AAM等客戶的訂單要投入生產，研發費用 持續增加至0.77億元，較1Q18的0.67億元明顯增加，導致營業利益由1Q18的1.03 億元下滑至0.83億元 (YoY-19.94%)，業外的部分由於有部分不良品遭客戶懲罰性扣 款，提列9百多萬元的損失，稅後淨利0.58億元 (YoY-34.04%)，EPS 0.76元，營業費 用增加及業外損失為1Q19的獲利低於預期的主因。
- ◆ **東風本田訂單展望持續樂觀：**東風本田在1Q19已躍升為江興鍛的單一最大客戶，營 收佔比由1Q18的14.71%增加至23.43%，1Q19本田的銷售狀況仍佳，營收貢獻達 1.56億元 (YoY+55.29%)，目前已出貨將近20個車款，營收將隨著出貨的車款數增加 同步增長，滲透率可望由2018年的5成左右進一步提升至7成的水準，預估2019年營 收的年增率將達1Q19的水準，東風本田的訂單仍將是帶動2019年中國廠營運成長的 主要動力來源，且東風本田訂單的導入，有助於帶動中國廠的稼動率及毛利率提升。
- ◆ **2019年營運展望仍相對樂觀：**展望2019年，雖然NTN的訂單目前展望仍不明朗， 不過最大客戶東風本田的訂單預估仍將維持5成以上的高幅度成長，足以抵銷掉NTN 訂單下滑的缺口，且中國車市持續在去化庫存，如果04/2019中國車市的衰退幅度 持續收窄，預期2H19就有機會因為2H18的低基期而轉為正成長。整體而言，由於 江興鍛1Q19的獲利低於預期，日盛將江興鍛2019年的EPS由上次預估的4.63元 下修至4.47元，不過2019年營運將脫離谷底恢復成長的看法不變，考量2019年營 運展望仍相對樂觀，營運狀況有機會逐季好轉且目前評價仍相對偏低，投資評等為買 進，評價給予2019年PER 14倍，目標價62.6元。

◆ 公司簡介：

江興鍛壓成立於 1971 年，主要生產汽車、自行車、機車、五金工具、機械零件、產業工程用車輛、軌道車輛等鍛壓製造加工品零件。多年來透過陸續增設及更新各式自動化設備，已具備冷、溫、熱間之綜合鍛造能力，目前以開發及生產汽車鍛壓件產品為主，產品應用在汽車傳動系統的比例高達 8 成以上的水準。

鋼材鍛壓產業具有高資本支出、高模具設計難度、人才培訓不易等特性，且汽車零組件產品對於安全性的要求高，因此無論是技術、資本及通過車廠認證等，都是最大的產業跨入障礙。公司的核心技術在於自動鈹金沖壓及綜合鍛造，主要應用於鋼材和鋁材，透過多樣化的鍛壓塑性成型技術以改變材料的外觀與尺寸，技術人員的經驗與能力決定了產品的最終品質，目前生產基地包括台灣廠和中國的太倉廠及淮安廠。

江興鍛在國內國產車傳動軸產品的市佔率達 7 成以上，主要客戶為和大、台惟(國內最大前輪傳動軸製造廠)及中華台亞(國內最大後輪傳動軸廠)等傳動系統廠；國外客戶包括 DANA(全球最大後輪傳動軸製造商)、NTN 及 NKN 等國際 OEM 零件大廠，美國前三大傳動軸製造商都是江興的客戶，在 2014 年新增泰國 NTN 與美國 AAM 客戶的訂單，2015 年成功打入東風本田的供應鏈，2016 年來自東風本田的訂單持續成長，為帶動 2017~2018 年營運成長的重要動力來源，亦將是持續推升 2019 年業績成長的關鍵。

◆ 營業費用增加及業外損失干擾，1Q19 獲利低於預期：

江興鍛 1Q19 營收 6.73 億元(YoY-1.34%)，其中台灣廠營收佔比 42%，中國廠佔 58%，毛利率由 4Q18 的 21.54%回升至 1Q19 的 23.71%，其中台灣廠的毛利率為 24.29%、中國廠毛利率為 23%，由於 2Q19 陸續有 AAM 等客戶的訂單要投入生產，研發費用持續增加至 0.77 億元，較 1Q18 的 0.67 億元明顯增加，導致營業利益由 1Q18 的 1.03 億元下滑至 0.83 億元(YoY-19.94%)，業外的部分由於有部分不良品遭客戶懲罰性扣款，提列 9 百多萬元的損失，稅後淨利 0.58 億元(YoY-34.04%)，EPS 0.76 元，營業費用增加及業外損失為 1Q19 的獲利低於預期的主因。

◆ 最大客戶 NTN 訂單持續疲軟：

1Q19 廣州 NTN 及襄陽 NTN 的合計營收佔比約 27%仍是最大客戶，2018 年整體營運主要受到新產能開出但 NTN 訂單不增反減的影響低於原預期，1Q18 NTN 月平均出貨量約 69 萬隻，1Q19 滑落至 50 萬隻，1Q19 廣州 NTN 及襄陽 NTN 合計營收為 1.8 億元(YoY-28.36%)，主因為中國車市疲弱且 NTN 外銷北美的部分受到美中貿易戰所干擾，04/2019 出貨量約 63 萬隻，預估 2Q19 月平均出貨約 60 萬隻，NTN 2018 年月平均出貨達 69 隻，低於 2017 年的 72 萬隻，以目前的市況而言，預期 2019 年 NTN 的月平均出貨量恐將下修至 55~60 萬隻，不過廣州 NTN 加上襄陽 NTN 仍是營收佔比最大的客戶，若後續訂單回升的狀況能夠優於預期，對於江興鍛 2019 年的營運仍會是正面且明顯的挹注。

表一、江興鍛主要客戶及比重

客戶	1Q19 比重	1Q18 比重	說明
東風本田	23.43%	14.71%	2015 年新增客戶，出貨持續放大
廣州 NTN	17.84%	20.61%	日本 NTN 集團為全球第二大前輪傳動軸製造商
襄陽 NTN	9.23%	16.23%	
TTI (出 DANA)	10.17%	8.26%	DANA 為全球最大後輪傳動軸製造商
AAM(美橋)	8.81%	5.62%	北美第二大貨卡車傳動軸廠商
泰國 NTN	4.98%	4.9%	2014 年新增客戶
中華台亞	4.6%	3.56%	國內最大後輪傳動軸廠，由 DANA 與中華汽車合資設立
和大	3.54%	5.74%	國內汽車齒輪及傳動系統製造廠
台惟	2.59%	5.05%	前輪傳動軸製造商，在台灣市佔率超過 9 成，由日本 NTN、英國 GKM 及裕隆合資設立

資料來源：江興鍛，日盛投顧整理

◆ 東風本田訂單展望持續樂觀：

如果把廣州 NTN 及襄陽 NTN 視為 2 家公司，事實上近期訂單持續成長的東風本田在 1Q19 已躍升為江興鍛的最大客戶，營收佔比由 1Q18 的 14.71% 增加至 23.43%，東風本田 2017~2018 年在中國的銷售狀況火熱，為 2017~2018 年成長幅度最大的客戶，也是帶動獲利成長的重要動力來源，東風本田的訂單從 1Q16 正式量產，04/2016 開始出貨，2Q16 訂單開始放大，除了 Civic 跟 Accord 的訂單之外，2H17 新增 CR-V 等新車款的訂單，1Q19 本田的銷售狀況仍佳，營收貢獻達 1.56 億元(YoY+55.29%)，後續出貨進度還是要看本田的銷售狀況，東風本田 2016 年只有出 2 款產品，2017 年新增 5 款，2018 年再增加 5 款產品，目前已出貨將近 20 個車款，營收將隨著出貨的車款數增加同步增長，滲透率可望由 2018 年的 5 成左右進一步提升至 7 成的水準，預估 2019 年營收的年增率將達 1Q19 的水準，東風本田的訂單仍將是帶動 2019 年中國廠營運成長的主要動力來源，且東風本田訂單的導入，有助於帶動中國廠的稼動率及毛利率提升，後續中國廠如果導入自動化產線的進度順利配合規模經濟效應顯現，營收及毛利率仍有進步的空間。

◆ 台灣廠營運展望小幅成長：

台灣廠的營運狀況仍受制於內銷市場成長停滯，1Q19 包括 TTI 及 AAM 的出貨狀況皆不差，2Q19 的展望也都算樂觀，不過包括和大及台惟的訂單都呈現較明顯的衰退，2019 年預估 DANA、AAM 及北美耐世特等客戶都將持續成長，不過台灣廠仍受到人力不足及內銷市場狀況欠佳的影响，2019 年營收的目標是達到 YoY+5% 的水準。

◆ 2019 年營運展望仍相對樂觀：

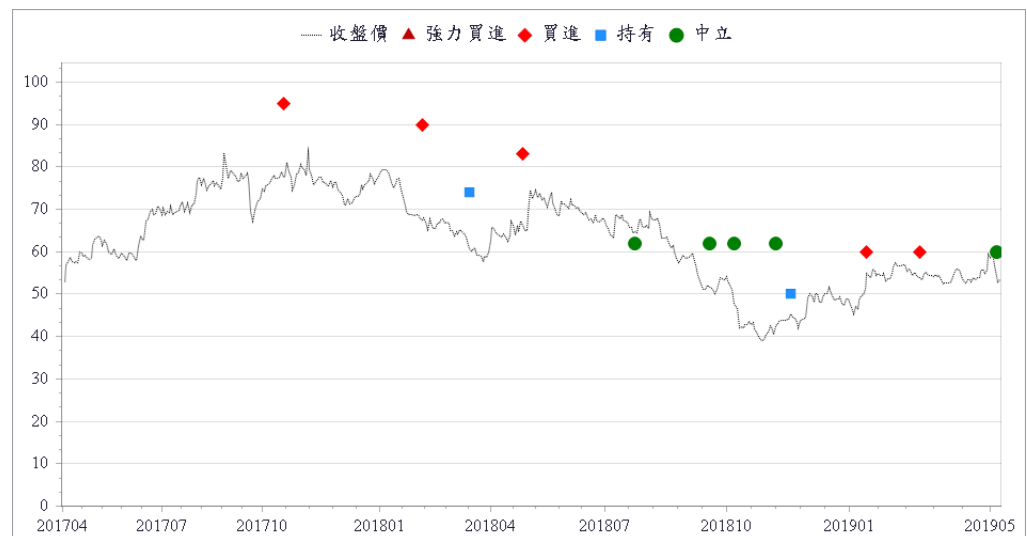
展望 2019 年，雖然 NTN 的訂單目前展望仍不明朗，不過最大客戶東風本田的訂單預估仍將維持 5 成以上的高幅度成長，足以抵銷掉 NTN 訂單下滑的缺口，然而美中貿易戰紛擾再起，將是影響後續訂單及營運變動的關鍵因子，整體市場的不確定性不減反增，不過中國車市持續在去化庫存，目前庫存水位已經有下降，如果 04/2019 中國車市的衰退幅度持續收窄，05~06/2019 能夠進一步好轉，預期 2H19 就有機會因為 2H18 的低基期而轉為正成長，3Q19 的市況或許就能呈現淡季不淡。整體而言，由於江興鍛 1Q19 的獲利低於預期，日盛將江興鍛 2019 年的 EPS 由上次預估的 4.63 元下修至 4.47 元，2019 年營運將脫離谷底恢復成長的看法不變，考量 2019 年營運展望仍相對樂觀，營運狀況有機會逐季好轉且目前評價仍相對偏低，投資評等為買進，評價給予 2019 年 PER14 倍，目標價 62.6 元。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



2019年5月10日

近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20190510	買進	62.6
20190507	中立	60.0
20190115	買進	60.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年5月10日

損益表

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	2,738	2,813	3,051	771	682	721	726	684	673	784	769	826
營業毛利	729	668	763	186	170	168	183	147	160	196	195	213
營業費用	278	281	308	79	67	71	67	76	77	77	75	80
營業利益	451	388	455	108	103	98	115	71	83	119	120	133
營業外收支	29	-9	-1	4	7	-8	-12	3	-7	2	2	2
稅前純益	480	378	454	111	111	89	104	75	76	121	122	135
稅後純益	368	278	342	86	88	53	79	57	58	86	94	104
最新股本	765	765	765	765	765	765	765	765	765	765	765	765
稅後 EPS(元)	4.81	3.63	4.47	1.13	1.15	0.69	1.04	0.75	0.76	1.12	1.23	1.36
經營效率(%)												
毛利率	26.61	23.75	25.01	24.17	24.91	23.35	25.15	21.54	23.71	24.97	25.39	25.77
營業利益率	16.46	13.78	14.92	13.94	15.14	13.55	15.89	10.43	12.29	15.2	15.64	16.11
稅前純益率	17.53	13.45	14.88	14.42	16.23	12.38	14.29	10.93	11.25	15.46	15.9	16.35
稅後純益率	13.45	9.88	11.22	11.19	12.91	7.37	10.94	8.37	8.63	10.97	12.24	12.59
YoY(%)												
營收	22.16	2.73	8.47	21.86	21.34	9.74	-2.95	-11.29	-1.34	8.71	5.92	20.72
營業利益	38.31	-13.99	17.41	5.97	-2.8	-10.04	-10.17	-33.61	-19.94	21.99	4.28	86.38
稅前純益	53.42	-21.16	20	10.96	4.65	-30.62	-22.84	-32.72	-31.6	35.71	17.9	80.53
稅後純益	56.54	-24.58	23.16	10.03	6.13	-44.12	-23.72	-33.6	-34.04	61.83	18.59	81.53
QoQ(%)												
營收	--	--	--	3.14	-11.57	5.71	0.65	-5.73	-1.65	16.48	-1.93	7.44
營業利益	--	--	--	-16.21	-3.95	-5.45	18.05	-38.08	15.84	44.08	0.91	10.67
稅前純益	--	--	--	-17.24	-0.48	-19.34	16.14	-27.84	1.19	60.03	0.9	10.49
稅後純益	--	--	--	-17.08	2.09	-39.66	49.32	-27.81	1.42	48.05	9.42	10.5

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	2017	2018	4Q18
流動資產	1,673	1,648	1,648
現金及約當現金	696	780	780
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	302	380	380
非流動資產	2,157	2,214	2,214
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,890	1,988	1,988
無形資產	1	2	2
資產總計	3,830	3,862	3,862
流動負債	1,514	1,279	1,279
短期借款	609	375	375
非流動負債	430	618	618
負債總計	1,943	1,897	1,897
股本	765	765	765
普通股股本	765	765	765
資本公積	17	17	17
保留盈餘	1,194	1,306	1,306
庫藏股票	0	0	0
股東權益	1,886	1,965	1,965
每股淨值(元)	24.66	25.68	25.68
流動比率(%)	110.53	128.81	128.81
速動比率(%)	85.93	96.31	96.31
應收帳款週轉率(%)	5.01	5.33	1.49
負債比率(%)	50.74	49.12	49.12
稅後股東權益報酬率(%)	20.77	14.43	2.97

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2017	2018	4Q18
繼續營業單位稅前損益	480	378	378
折舊及攤提費用	199	212	212
利息費用	16	21	21
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	-2	-2
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	-72	121	121
存貨增減	-96	-85	-85
應付帳款增減	71	-4	-4
營業活動現金流量	493	579	579
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	-232	-281	-281
處分不動產、廠房及設備	3	3	3
投資活動現金流量	-349	-317	-317
短期借款增減	142	-228	-228
長期借款增減	8	254	254
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-130	-168	-168
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	2	-167	-167
淨現金流量	144	84	84

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年5月10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