2019 年 5 月 24 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1525 TT	中立	江申的投資評等由持有調降至中立，主要理由如下：
江申	目標價	(1) 中國車市欲振乏力，中國轉投資事業獲利貢獻持續萎縮；
	-	(2) 2019年營運展望不明朗，不確定性仍高，評價難以提升。

研究員 史聖國
linus@jsun.com

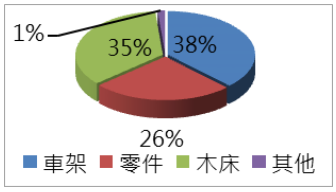
近期投資評等

05/24/2019	持有/中立
11/26/2018	持有/中立
12/19/2017	持有/中立

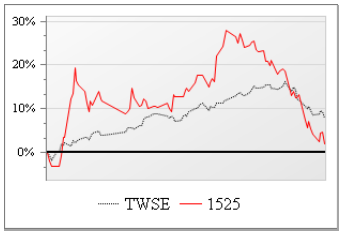
公司基本資料

收盤價(元)(05/23/2019)	57.20
股本(百萬元)	734
總市值(億元)	42
每股淨值(元)	58.76
外資持股比(%)	0.31
投信持股比(%)	1.14
近 20 日均量(張)	74
融資餘額(05/23/2019)	1,336

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年本業大幅成長但業外轉投資衰退：**江申2018年營收YoY+14.4%，成長動能主要來自於車架及木床出貨增加，主因為國內新環保法規及汰舊換新政策上路，經濟規模提升加上認列毛利率較高的模具收入，帶動毛利率及營業利益率上揚，營業利益YoY+326.5%顯著好轉，業外的部分受到中國車市轉為衰退加上中美貿易戰的衝擊，2018年權益法認列之投資收入YoY-17.8%，稅後淨利YoY-16.2%，近年來帶動整體獲利成長的業外轉投資公司，反成為拖累江申近期獲利表現低於預期的主因。

- **大環境欠佳，中國轉投資事業持續承壓：**江申在中國轉投資認列的收益以往佔整體稅前淨利的比重通常都高達9成以上，隨著中國車市狀況急遽轉差，導致轉投資事業的獲利貢獻轉為衰退，總計2018年轉投資合計認列4.89億元的投資收益，YoY-17.8%，除了襄陽恩梯恩之外，其他轉投資公司的獲利YoY皆呈現明顯衰退。1Q19受到中國車市持續低迷的影響，各家轉投資公司的業績持續承壓，合計認列0.96億元的投資收益，YoY-13.5%，預期2019年襄陽恩梯恩仍將是整體轉投資公司中營運狀況最佳者，月產能將由目前的21萬隻持續擴產至30萬隻的規模。

- **2019年營運展望保守：**展望2019年，國內市場仍有環保及汰舊換新補助等政策支持，不過六期法規延後上路勢將影響到短期營運，營收成長動能恐逐季下滑，但影響整體獲利表現的關鍵仍在轉投資事業的營運狀況，由於中國車市持續疲弱且中美貿易戰愈演愈烈，預期2H19除了襄陽恩梯恩之外，各轉投資事業的業績將持續承壓，至於廣州恩梯恩預期將有機會接獲Tesla上海廠的訂單，但2020年才會感受到實質貢獻；整體而言，中國車市目前仍難樂觀展望，江申在中國的轉投資事業仍將受到大環境的影響，日盛下修江申2019年的稅後淨利至3.98億元，EPS5.42元(前次預估5.49元)，後市不確定性仍高不利於評價提升，投資評等調降至中立。

單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	1,338	1,363	302	407	352	370	311	330
營業毛利	136	146	26	46	39	42	29	36
營業利益	36	41	1	19	13	15	3	10
稅後純益	453	398	96	156	105	89	94	110
稅後 EPS(元)	6.17	5.42	1.30	2.12	1.43	1.21	1.28	1.49
毛利率(%)	10.16	10.68	8.61	11.27	10.96	11.27	9.39	10.93
營業利益率(%)	2.66	3	0.29	4.71	3.6	4.08	1.03	3.01
稅後純益率(%)	33.88	29.17	31.59	38.28	29.79	24.05	30.25	33.24
營業收入 YoY/QoQ(%)	14.43	1.91	-13.52	34.62	-13.47	5.12	-16.07	6.08
營業利益 YoY/QoQ(%)	326.51	15.12	-92.71	2,079.86	-33.79	19.12	-78.73	209.12
稅後純益 Y Y/QoQ(%)	-16.17	-12.26	-1.57	63.12	-32.66	-15.14	5.57	16.57

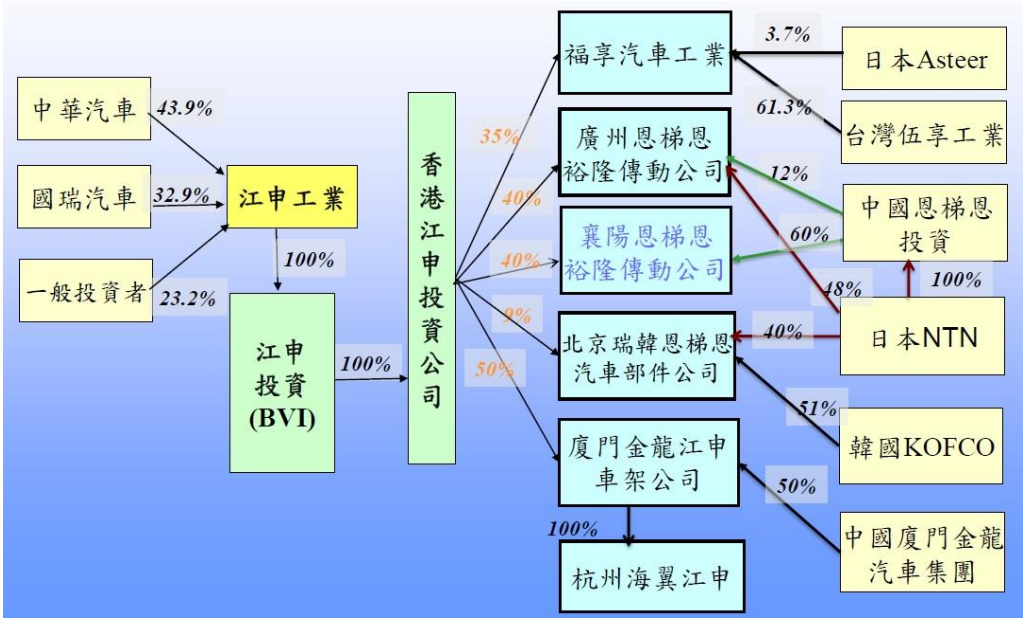
資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **公司簡介**

江申成立於 1955 年，成立初期以生產圓鍬及鋼盔等軍用配件為主，1974 年加入中華汽車(2204)協力廠體系，1984 年與日本武部鐵工所簽定技術合作契約，開始供應國瑞汽車及中華汽車大貨車及巴士車架，1990 年中華汽車及國瑞汽車入股，目前中華汽車的持股比重為 43.9%，國瑞汽車持股比重 32.9%。

江申的主要產品為大貨車及巴士之車架、小貨車之木床後車身、小轎車及小貨車之鈑金零件，目前是國內最大的車架及木床製造商，在 3.5 噸以上貨車的車架市佔率高達 100%，小貨車之木床後車身的市佔率也超過 9 成。目前在台灣有楊梅廠，在大陸有福州廠、廣州廠、廈門廠、北京廠及襄陽廠。主要客戶包括中華汽車、國瑞汽車、裕隆、金龍及順益等。

圖一、江申轉投資架構



資料來源：江申，日盛投顧整理

◆ **2018 年本業大幅成長但業外轉投資衰退**

江申 2018 年營收 YoY+14.4%，成長動能主要來自於車架及木床出貨增加，主因為國內新環保法規汰舊換新政策上路以及對 10 年以上車輛排氣標準轉嚴，帶動大貨車銷量成長，同步提升車架及木床的需求，經濟規模提升加上認列毛利率較高的模具收入，帶動毛利率及營業利益率上揚，營業利益 0.36 億元(YoY+326.5%)，本業獲利顯著好轉，不過有一大部分主因為 2017 年的基期偏低，至於在業外的部分，由於中國車市轉為衰退加上中美貿易戰的衝擊，轉投資事業的獲利明顯受到影響，2018 年權益法認列之投資收入為 4.89 億元(YoY-17.8%)，稅後淨利 4.53 億元(YoY-16.2%)，近年來帶動整體獲利成長的業外轉投資公司，反成為拖累江申近期獲利表現低於預期的主因。

表一、江申中國轉投資公司

公司	持股比重	主要產品	主要客戶	產能
福州福享公司	35%	車身零件及底盤件	東南汽車(33%)、鄭州日產(17%)、豐田(13%)、馬瑞利(9%)、福建奔馳(8%)	16 萬台/年
廣州恩梯恩裕隆公司	40%	各類等速傳動軸	美國 NTN (28%) 、日產中國(14%) 、日產出口(13%)、東風日產(9%)	40 萬支/月
廈門金龍江申公司	50%	車架、縱樑、電泳	廈門金龍聯合客車	1 萬台/年
杭州金龍江申公司	廈門金龍江申持股 100%	2018 年 7 月起停產轉型經營，將廠房及電泳設備出租予紹興金龍公司		
襄陽恩梯恩裕隆公司	40%	各類等速傳動軸	東風日產(44%)、東風本田(19%) 、采埃孚(18%)、廣汽三菱(14%)	21 萬支/月
北京瑞韓恩梯恩公司	9%	傳動軸	北京現代	77 萬台/年

資料來源：江申，日盛投顧整理

◆ **2018 年中國轉投資收益 YoY-17.8%、1Q19 YoY-13.5%**

江申在中國轉投資認列的收益以往佔整體稅前淨利的比重通常都高達 9 成以上，隨著中國車市狀況急遽轉差，導致轉投資事業的獲利貢獻轉為衰退，2018 年整體營運表現較佳的還是仍在持續擴充產能的襄陽恩梯恩，因為東風日產及寶馬的訂單推升，經濟規模擴大，貢獻投資收入 2.01 億元(YoY+24.5%)，廣州恩梯恩 2018 年出口向衰退以及東風日產部分車型轉到襄陽恩梯恩生產等影響，導致營收出現明顯衰退(YoY-23%)，獲利貢獻 3.12 億元(YoY-16.1%)，佔投資收益 62.5%，福州福享貢獻 0.13 億元(YoY-83.5%)，主因是最大客戶東南汽車在 05/2018 之後銷量驟減，全年銷量大幅衰退 46%，且寧德新能源跟馬瑞利訂單也都減少所致，至於廈門金龍江申的狀況仍持續低迷，主要客戶大金龍營收從 07/2018 開始驟降，且 2Q18 開始大金龍自建的車架生產線開始投產，導致訂單衰退，業外因為支援全資公司杭州江申導致利息費用增加，稅後呈現小幅虧損，2018 年認列 0.37 億元的損失，總計 2018 年轉投資合計認列 4.89 億元的投資收益，YoY-17.8%，除了襄陽恩梯恩之外，其他轉投資公司的獲利 YoY 皆呈現明顯衰退。1Q19 受到中國車市持續低迷的影響，各家轉投資公司的業績持續承壓，合計認列 0.96 億元的投資收益，YoY-13.5%，預期 2019 年襄陽恩梯恩仍將是整體轉投資公司中營運狀況最佳者，月產能將由目前的 21 萬隻持續擴產至 30 萬隻的規模。

表二、江申 2018 年及 1Q19 權益法認列之投資損益

單位：新台幣仟元

轉投資公司	第一季				差異	全年度				差異
	2019	%	2018	%	(%)	2018	%	2017	%	(%)
福州福享	(7,787)	(8.1)	16,592	15.0	(146.9)	12,758	2.6	77,261	13.0	(83.5)
廣州恩梯恩	63,812	66.7	58,847	53.2	8.4	311,790	63.8	371,624	62.5	(16.1)
廈門金龍江申	(7,274)	(7.6)	(8,398)	(7.6)	13.4	(36,769)	(7.5)	(15,782)	(2.7)	(133.0)
襄陽恩梯恩	46,919	49.0	43,520	39.4	7.8	201,208	41.1	161,610	27.2	24.5
權益法認列之投資收入合計	95,670	100.0	110,561	100.0	(13.5)	488,987	100.0	594,713	100.0	(17.8)

資料來源：江申法說會資料

◆ **國內業績將受法規延後上路影響，開始進行營運體質改善**

江申 1Q19 營收 YoY+26.5%，其中車架佔 37.6%、木床 35%、零件 26%，營收 YoY 分別為+50.5%、+36.2%、-3%，營收成長主要來自於六期法規上路的預期、汰舊換新補助政策、國瑞外銷車架成長、三陽 PORTER 低價促銷等，帶動車架及木床產品明顯成長，規模生產效益提升帶動營業利益 YoY+226%，業外仍持續受中國車市欠佳且市場庫存過高導致客戶訂單減少，導致投資收益 YoY-13.5%，由於 1Q19 所得稅較低，因此獲利跟 1Q18 相當，不過六期法規政策上路時間已延後 2 年，因此 05/2019 客戶備庫存的量開始減少，營收短時間內會由 1Q19 的高水位回到以往正常狀態，由於兩岸車市仍持續疲弱，江申將會趁此時機開始進行營運體質改善，內部已訂定將朝『強本、維穩、調結構』的方向前進，希望在 2020 年之後繳出更好經營成績。

◆ **2019 年營運展望保守**

展望 2019 年，國內市場仍有環保及汰舊換新補助等政策支持，不過六期法規延後上路勢將影響到短期營運，營收成長動能恐逐季下滑，但影響整體獲利表現的關鍵仍在轉投資事業的營運狀況，由於中國 01~04/2019 新車銷量的年衰退幅度高達 -12.12%，且 04/2019 中國汽車經銷商庫存預警指數仍遠高於警戒線之上，05/2019 上旬的衰退幅度仍持續擴大，因此 2H19 的銷售展望仍難以樂觀，再加上中美貿易戰愈演愈烈，也將會影響到廣州恩梯恩出口到北美的訂單數量及金額，預期 2H19 除了襄陽恩梯恩之外，各轉投資事業的業績將持續承壓，福州福享及廈門金龍江申恐難脫離虧損，至於廣州恩梯恩預期將有機會接獲 Tesla 上海廠的訂單，不過 Tesla 上海廠量產時間預計落在 4Q19，初期訂單量就算有也不會太多，2020 年才會感受到實質貢獻；整體而言，中國車市目前仍難樂觀展望，江申在中國的轉投資事業仍將受到大環境的影響，日盛下修江申 2019 年的稅後淨利至 3.98 億元，EPS5.42 元(前次預估 5.49 元)，後市不確定性仍高不利於評價提升，投資評等調降至中立，評價給予 2019 年 PER 11X。

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
20190524	中立	0.0
20181126	持有	61.0
20171219	持有	104.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	1,169	1,338	1,363	302	278	350	302	407	352	370	311	330
營業毛利	105	136	146	32	27	37	26	46	39	42	29	36
營業費用	97	100	105	26	24	25	25	27	26	27	26	26
營業利益	8	36	41	6	3	12	1	19	13	15	3	10
營業外收支	603	503	424	150	120	129	103	152	104	100	100	119
稅前純益	612	539	465	156	123	141	104	172	117	116	103	129
稅後純益	541	453	398	125	105	97	96	156	105	89	94	110
最新股本	734	734	734	734	734	734	734	734	734	734	734	734
稅後 EPS (元)	7.36	6.17	5.42	1.70	1.43	1.32	1.30	2.12	1.43	1.21	1.28	1.49
經營效率(%)												
毛利率	8.97	10.16	10.68	10.59	9.8	10.51	8.61	11.27	10.96	11.27	9.39	10.93
營業利益率	0.71	2.66	3	2.07	1.24	3.45	0.29	4.71	3.6	4.08	1.03	3.01
稅前純益率	52.33	40.29	34.1	51.8	44.25	40.21	34.25	42.14	33.23	31.19	33.24	39.1
稅後純益率	46.24	33.88	29.17	41.36	37.61	27.76	31.59	38.28	29.79	24.05	30.25	33.24
YoY(%)												
營收	-2.12	14.43	1.91	-2.93	4.35	6.35	11.22	35.04	26.54	5.9	2.78	-19.01
營業利益	-48.89	326.51	15.12	--	255.28	133.15	--	206.53	266.22	25.27	265.64	-48.15
稅前純益	-2.77	-11.9	-13.76	-27.19	-5.47	-19.97	-30.75	9.86	-4.98	-17.86	-0.27	-24.85
稅後純益	2.11	-16.17	-12.26	-11.4	-21.41	-29.79	-33.82	24.98	0.21	-8.25	-1.6	-29.68
QoQ(%)												
營收				10.87	-7.65	25.61	-13.52	34.62	-13.47	5.12	-16.07	6.08
營業利益				--	-44.58	248.24	-92.71	2,079.86	-33.79	19.12	-78.73	209.12
稅前純益				4.39	-21.11	14.14	-26.33	65.6	-31.76	-1.34	-10.56	24.8
稅後純益				-13.62	-16.02	-7.31	-1.57	63.12	-32.66	-15.14	5.57	16.57

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	1Q19
流動資產	894	837	932
現金及約當現金	213	202	232
公允價值衡量金融資產	0	0	70
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	160	171	203
非流動資產	3,904	4,141	4,299
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	497	479	478
無形資產	3	2	2
資產總計	4,798	4,978	5,231
流動負債	747	686	720
短期借款	200	150	150
非流動負債	164	179	198
負債總計	911	864	918
股本	734	734	734
普通股股本	734	734	734
資本公積	1	1	1
保留盈餘	3,358	3,635	3,740
庫藏股票	--	--	--
股東權益	3,887	4,113	4,313
每股淨值(元)	52.96	56.04	58.76
流動比率(%)	119.72	122.02	129.38
速動比率(%)	98.07	95.92	99.91
應收帳款週轉率(%)	7.73	7.66	1.66
負債比率(%)	18.99	17.37	17.55
稅後股東權益報酬率(%)	14.53	11.33	2.49

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2017	2018	1Q19
繼續營業單位稅前損益	612	539	117
折舊及攤提費用	37	37	9
利息費用	2	2	0
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	-595	-489	-96
處分不動產、廠房及設備	0	0	2
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	-2	3	0
應收帳款增減	-23	-15	-21
存貨增減	-42	-13	-32
應付帳款增減	10	10	0
營業活動現金流量	-51	-54	-100
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	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	30	257	108
短期借款增減	50	-50	0
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-169	-176	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-99	-212	23
淨現金流量	-126	-11	31

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