

橡膠

收盤價	目標價
NT\$ 47.2	NT\$ 61

本次報告 投資建議

法說會 買進

交易資料

Beta	0.62
潛在報酬率 (%)	29.24
52 週還原收盤價區間(NT\$)	46.70-62.66
市值 (NT\$ 百萬元)	152,990
市值 (US\$ 百萬元)	5,217.23
流通在外股數 (百萬股)	3,241.00
20 日均成交量 (千張)	6.21
20 日均成交值 (百萬元)	325.89
董監持股 (%)	11.85
外資持股 (%)	10.93
投信持股 (%)	0.81
融資使用率 (%)	0.65

財務資料

	2017
股東權益 (NT\$ 百萬元)	82,205
ROA (%)	3.19
ROE (%)	6.53
淨負債比率 (%)	53.71

報酬率

	1-mth	3-mth	12-mth
股價	-5.8	-9.9	-20
大盤	-1.6	-2	11.3
加權指數：10,847.89			

主要客戶

福特
日產

主要競爭對手

Michelin
Continental
Bridgestone
Yokohama、
Goodyear
Pirelli
佳通
建大

陳國民
kent.chen@sinopec.com

正新 (2105.TT)

買進

雙印產能啟動，營運轉強

投資評價與建議：

- **最壞情況已過，投資建議維持買進：**研究處在公司法說會後，投資建議維持買進，主因：(1) 雙印產能開出，印度廠已接到本田機車胎訂單，今年 3 月開始量產，今年雙印對營收貢獻約 2%；(2) 調漲輪胎售價及原料價格下滑，均有利於毛利率改善；(3) 低階輪胎受紅色供應鏈影響，市占有流失(由 11% 下滑至 10%)，正新在中高階輪胎持續提升技術及品質，追趕國際大廠，今年在新產品發表後，可望帶動 2Q18 營運成長；(4) 正新今年配息 1.8 元，股利配發率 105%，目前殖利率約 3.81%，股價下檔有支撐，研究處建議 50 元以下逢低買進，以 2018~2019 年稅後 EPS 分別為 2.51 元及 3.16 元，目標價 61 元 (19 X 2019 年 EPS)。

營運現況與分析：

- **正新為全球知名輪胎品牌廠商：**正新為全球排名第九大輪胎製造商，目前生產基地遍及兩岸及東南亞地區，轎車胎以瑪吉斯 (MAXXIS) 品牌享譽全球，銷售國家約 180 餘國，在中國正新以雙品牌行銷，中國修補市場 (RE) 及組車廠 (OE) 佔比約 7:3，目前組車廠以上海及昆山為主。正新 2017 年產品占營收比重，PCR 占 40.9%，TBR 占 20.6%，MC 占 11.7%，BC 占 8.3%，內胎占 6.5%，其他占 12%，其中，大胎比重逾 60%；

單位：百萬元	2014	2015	2016	2017	2018F
營業收入	129,014	116,726	117,388	112,309	121,119
%變動率	(3.06)	(9.52)	0.57	(4.33)	7.84
營業毛利	35,901	35,558	36,289	25,678	28,397
毛利率 (%)	27.83	30.46	30.91	22.86	23.45
營業淨利	21,190	18,620	18,671	8,398	10,275
稅前淨利	21,271	17,476	17,895	8,382	10,795
%變動率	(8.56)	(17.84)	2.4	(53.16)	28.79
稅後純益	16,112	12,839	13,346	5,602	7,970
%變動率	(13.66)	(20.22)	3.71	(58.18)	42.27
稅後 EPS* (元)	4.94	3.94	4.09	1.71	2.46
市調 EPS* (元)	5.02	4.23	4.67	2.38	2.6
PER (x)	9.75	12.22	11.77	28.16	19.57
PBR (x)	1.78	1.75	1.78	1.90	2
每股淨值* (元)	27.08	27.51	26.99	25.36	24.82
每股股利 (元)	3	3	3	1.8	1.80
殖利率 (%)	6.23	6.23	6.23	3.74	3.74

*以目前股本計算

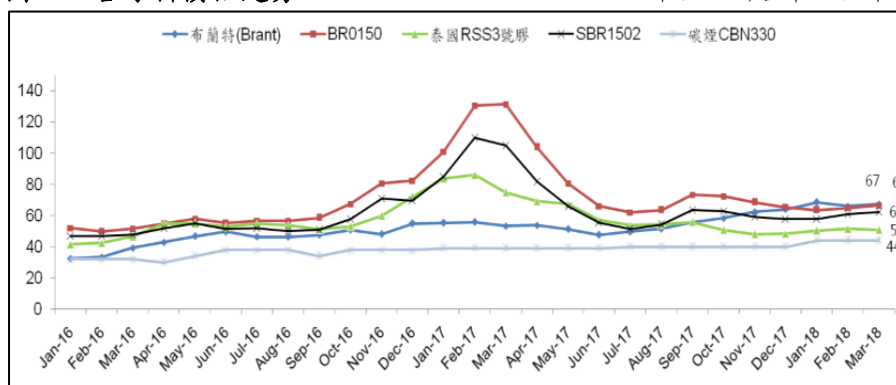
資料來源：Cmoney；永豐投顧研究處整理，Apr. 2018

正新 (2105.TT) - 續

- 就區域別比重，正新仍以大中華區（含台灣）市場為主，占整體 77.2% 比重，其中，中國占 56.3%，亞洲其他占 14.7%，台灣占 6.2%，美國占 12.1%，歐洲占 5.7%，中東非洲占 5%。主要競爭對手為國際大廠 Michelin、Continental、Bridgestone、Yokohama、Goodyear、Pirelli、佳通、建大等。
- **受原物料波動加劇影響，2017 年獲利大幅衰退：**因台幣升值及輪胎價格競爭因素，正新 2017 年合併營收 1,123 億元（-4.33%YoY），輪胎採取報價制，多為間接的經銷模式，輪胎廠商對管道和終端的控制力不強，議價能力也較弱，所以輪胎的價格調整往往滯後於橡膠價格的波動，受到 2017 年年初天然及合成膠原料價格大漲，正新短時間無法調整輪胎售價，導致 1~3Q17 都受到高價原料影響，毛利率一路下滑，4Q17 為反應成本開始調漲輪胎價格，4Q17 毛利率回升 2%，毛利率已出現落底反彈，2017 年全年毛利率下滑至 22.86%（較 2016 年的 30.91% 下滑約 8.05%），其中，原料成本影響毛利率約 -12.81%（成本增加 106 億元），過去正新利基型產品為 TBR，近年因中國環保限產，對煤、鐵相關供給減少，影響到載重胎的需求，加上中國本土輪胎企業降價二成搶市（2016 年），導致 2017 年以 TBR 為主的海燕廠，獲利腰斬，雙印初期折舊費用較高，正新 2017 年雙印虧損近 9 億元，台幣兌美元走勢仍強，影響到海外獲利轉換損失，因為雙印虧損不能認所得稅抵減，造成 4Q17 稅率上升，稅後淨利 55.42 億元（-58.2%YoY），稅後 ESP 1.71 元（2016 年稅後 ESP 為 4.09 元）。

圖一：各原料價格走勢

單位：新台幣；公斤



資料來源：公司，永豐投顧研究處整理，Apr. 2018

- **1Q18 毛利率可望微幅回升：**受到中國乘用車市場增速減緩，3 月正新調漲昆山地區的輪胎價格約 2~3%，抵銷市場負面因素，1Q18 合併營收 277.29 億元（+2.25%QoQ，-3.19%YoY），2/2018 過年工作天數減少，但因客戶訂單持續增加，稼動率提升，淡化原物料上漲不利因素，預估 1Q18 毛利率 23.83%，預估稅後淨利 16.07 億元（+89.67%QoQ，-16.32%YoY），稅後 ESP 0.5 元（去年同期為 0.59 元）。

正新 (2105.TT) - 續

■ 2018 年獲利回溫，行業競爭仍激烈：2018 年正新營收成長動能在於：

(1) 提升中高階輪胎比重：目前正新經銷商售庫存仍維持 1 個月，並無去化庫存的風險，另外，因碳黑供給減少，小型輪胎業者面臨缺料危機，市場超額供給有緩和跡象，逐步調漲售價也有助於營收表現，但低階輪胎受紅色供應鏈影響，市占有流失（由 11% 下滑至 10%），正新在中高階輪胎持續提升技術及品質，追趕國際大廠，今年在新產品發表後，可望帶動 2Q18 營運成長；(2) 新廠效應：目前雙印在去年陸續投產，今年對毛利率壓力較大（生產成本增加），印度廠已接到本田機車胎訂單，今年 3 月開始量產，今年雙印對營收貢獻約 2%，預估 2020 年占營收 6~7%，可望由虧轉盈；(3) 漲價效應：今年輪胎漲價及原物料下跌為正向因素，公司長期合理毛利率約 25%，未來漲價要看同業狀況，及原物料波動而定，因市場競爭今年調漲幅度預估不大。

財務預估：

■ **財務預估：**正新 2017 年合併營收 1,123 億元（-4.33%YoY），毛利率 22.86%，稅後淨利 55.42 億元（-58.2%YoY），稅後 EPS 1.71 元。研究處預估 2018 年營收 1,211 億元（+7.84%YoY），預估毛利率 23.45%，稅後淨利 79.7 億元（+43.8%YoY），稅後 EPS 2.46 元。預估 2019 年營收 1,335 億元（+10.25%YoY），預估毛利率 25.12%，稅後淨利 101.6 億元（+27.4%YoY），稅後 EPS 3.13 元。

附表一：當年度損益表

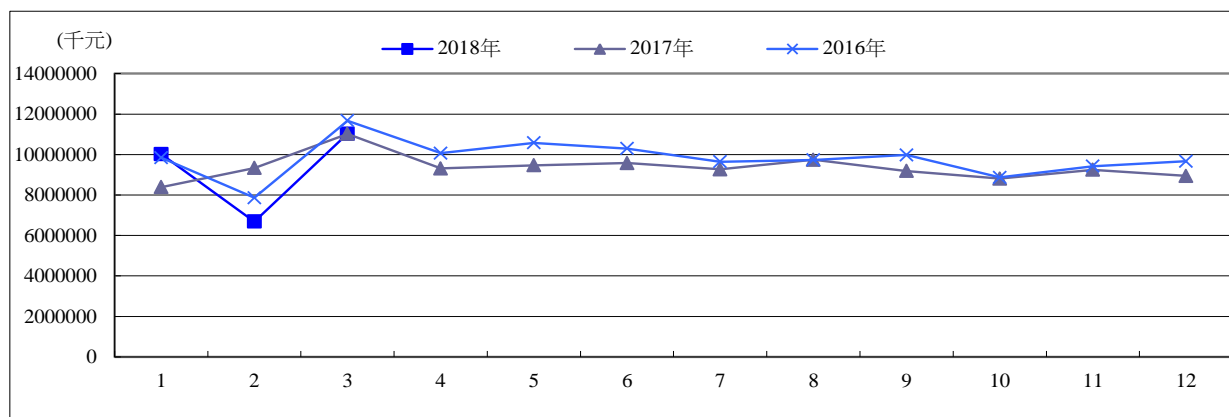
當年度損益表					
單位：百萬元、%	18Q1F	18Q2F	18Q3F	18Q4F	2018F
營業收入	27,729	32,168	30,635	30,587	121,119
營業毛利	6,527	7,666	7,162	7,041	28,397
營業利益	2,322	3,137	2,404	2,411	10,275
稅前淨利	2,182	3,513	2,572	2,529	10,795
稅後純益	1,607	2,500	1,879	1,984	7,970
稅後 EPS（元）	0.5	0.77	0.58	0.61	2.46
營收 QOQ 成長率	2.25	16.01	-4.77	-0.16	--
營收 YOY 成長率	-3.19	13.39	8.71	12.79	7.84
毛利率	23.54	23.83	23.38	23.02	23.45
營益率	8.37	9.75	7.85	7.88	8.48
稅後純益率	5.8	7.77	6.13	6.49	6.58

資料來源：Cmoney；永豐投顧研究處整理，Apr. 2018

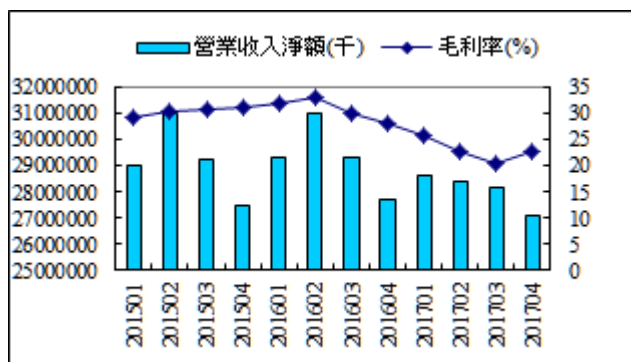
營運基本資料

同業比較									
代號	公司	投資建議	目前股價	稅後 EPS		PE		PB	
				2017	2018	2017	2018	2017	2018
2106	建大	N	34.80	0.38	1.18	98.82	29.49	1.71	1.59

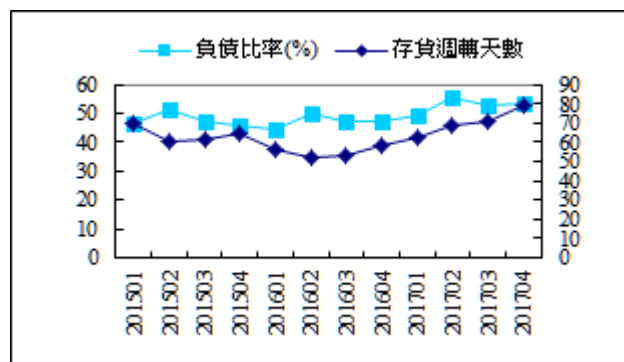
近三年單月營收狀況



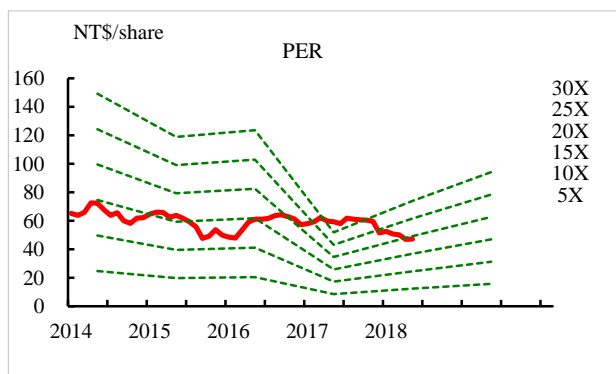
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



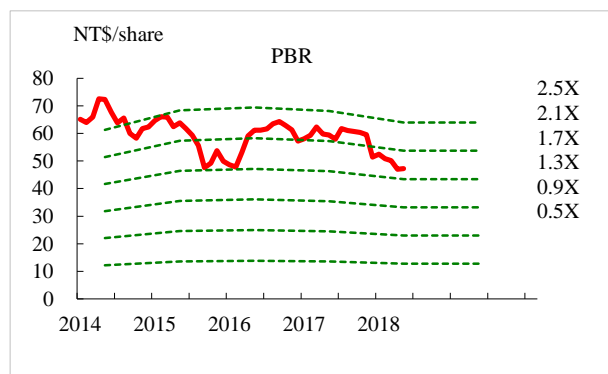
負債比率 VS 存貨周轉天數



歷史 PE 圖



歷史 PB 圖



台北

永豐證券投資顧問股份有限公司
台北市八德路二段 306 號 8 樓
電話：(886 2) 2382-3582

台北

永豐金證券股份有限公司
台北市重慶南路一段 2 號 17 樓
電話：(886 2) 2312-3866

倫敦

永豐金證券（歐洲）有限公司
4th Floor, Mitre House, 12-14 Mitre Street
London EC3A 5B
UK
電話：(44 20) 7614 9999

香港

永豐金證券（亞洲）有限公司
香港九龍尖沙咀北京道 1 號 21 樓
電話：(852) 2586-8288

上海

永豐金證券（亞洲）有限公司上海代表處
中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號 1903A 室
電話：(86-21) 6886-5358

責任聲明：本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

102 年金管投顧新字第 003 號

Sinopac 投資評等

B：Buy 買進	：	未來 12 個月該股票表現將優於大盤
N：Neutral 中立	：	未來 12 個月該股票表現將與大盤一致
S：Sell 賣出	：	未來 12 個月該股票表現將落後大盤