

# 南寶(4766)

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

## 元富投顧研究部

研究員 陳芷筠 Alexis Chen  
alexischen0820@masterlink.com.tw

## 評等

日期: 2020/8/13  
目前收盤價 (NT\$): 134.0  
目標價 (NT\$): 155  
52 週最高最低(NT\$): 97.9-172  
加權指數: 12670.35

## 公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,206  
市值 (NT\$/mn): 16,160  
市值 (US\$/mn): 539  
20 日平均成交量(仟股): 147  
PER (2020): 15.3  
PBR (2020): 1.67  
外資持股比率: 12.07  
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-3.9	6.4	-9.8
加權指數報酬率	4.9	16.5	7.6

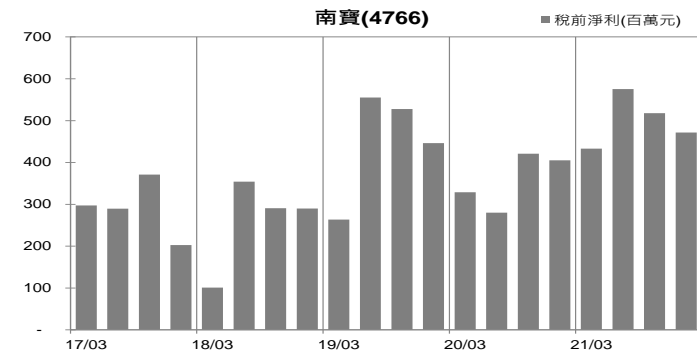
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	NA
目標價 (NT\$)	155	NA
營業收入 (NT\$/mn)	14,699	NA
毛利率 (%)	28.2	NA
營益率 (%)	9.2	NA
EPS (NT\$)	8.73	NA
BVPS(NT\$)	76.28	NA



## 營運低谷已過

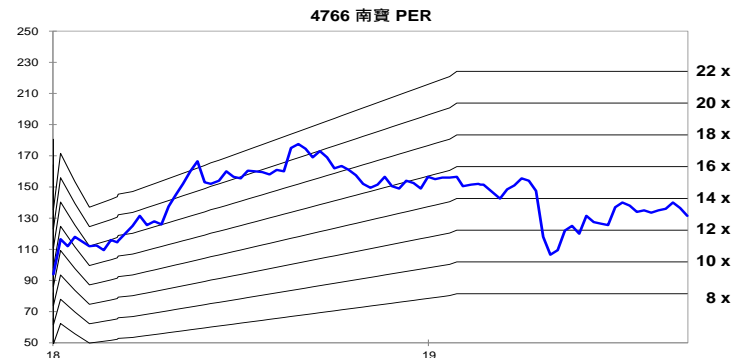
- 南寶 2Q20 營收、毛利下滑但有業外彌補，2Q20 EPS 為 1.95 元與上季持平：2Q20 營收為 33.46 億元，QoQ-10.4%，YoY-23.1%，因為疫情使品牌客戶關店導致鞋材營收 YoY-30%所拖累。另外，2Q20 毛利率為 25.9%，營業利益為 2.2 億元，由於業外有股利挹注超過 4 千萬，彌補本業下滑，因此 2Q20 稅後盈餘為 2.35 億元，YoY-40.7%，EPS 為 1.95 元，累計 1H20 EPS 為 3.9 元。
- 3Q20 起低原料成本正面效應浮現，毛利率有望攀升至 30%以上挑戰 2016 年水準：若以 2016 年油價平均 45 美元、當年毛利率高達 31.8%，預計 2020 年油價平均每桶 45 美元、2021 年為 51 美元判斷，保守抓毛利率 2H20 至 2021 年 28-31%區間計算，預計南寶 2020、2021 年 EPS 為 8.73 元與 11.22 元，若後續毛利率有望挑戰 2016 年高點的 31.8%則獲利有再上修的空間。
- 評等買進：預期 2H20 起營收回升，同時在原料成本下跌下，毛利有望來到 30%以上甚至挑戰 2016 年的水準，2H20 來看獲利有逐步回升空間，預估 2020 年 EPS 為 8.73 元、2021 年 EPS 為 11.22 元，維持買進評等，目標價 155 元(14x 2021EPS)。

Exhibit 1: 獲利趨勢



Sources : Masterlink

Exhibit 2: NANPAO PER



Sources : Masterlink

## 南寶為台灣接著劑龍頭廠

南寶樹脂成立於 1963 年，為台灣第一大接著劑廠、全球前三大鞋用膠廠，其主要產品線包括：鞋材用膠，主要客戶為 Nike 與 Adidas，滲透率分別約 5 成與 4 成，2019 年營收占比為 44%；其次為特殊接著劑，其產品包含熱熔膠、PSA 等，營收比重為 31%；再者為建築用膠，營收比重為 15%；塗料則占營收比重 10%。至於生產據點分布包括台灣、中國、越南、泰國、澳洲與印尼等 7 個國家，擁有 21 座工廠。而南寶各地區營收分布：以 2019 年為例，中國占比 36%、台灣 20%、越南 24%、澳洲 11%與東南亞(不含越南)9%。目前國內主要競爭對手為大東樹脂、永記，國外則為德國公司 Henkel。另外，南寶原料成本占生產成本約 75%-85%區間，為影響毛利主要因素。

## 南寶 2Q20 EPS 為 1.95 元，符合預期，主要仍為鞋材營收拖累

2Q20 營收為 33.46 億元，QoQ-10.4%，YoY-23.1%，主要還是因為疫情導致各國封城，品牌客戶關店導致鞋材營收 YoY-30%所拖累。另外，2Q20 毛利率降 1.8 百分點至 25.9%，營業利益為 2.2 億元，YoY-53.8%，營業利益率則由 8.3% 降至 6.6%。不過由於業外有股利挹注超過 4 千萬，彌補本業下滑，因此 2Q20 稅後盈餘為 2.35 億元，YoY-40.7%，EPS 為 1.95 元，累計 1H20 EPS 為 3.9 元，符合預期。

Exhibit 3: 財報與預估差異

南寶(4766)							
NT\$m	1Q20	2Q20(A)	2Q20(F)	與預期相比	QOQ	YOY	累計YOY
Net sales	3,734	3,346	3,351	-0.1%	-10.4%	-23.1%	-12.6%
Margin %	27.7%	25.9%	26.3%				
Operating Profit	311	220	269	-18.4%	-29.4%	-53.8%	-28.1%
Operating Margin	8.3%	6.6%	8.0%	-1.5%			
Total non-opc inc.	18	60	78				
Pre-tax profit	329	280	347	-19.3%	-14.8%	-49.6%	-25.7%
Net profit	235	235	240	-2.2%	-0.2%	-40.7%	-17.7%
EPS	1.95	1.95	1.99				

Sources :NANPAO、Masterlink

## 鞋材將逐步擺脫營運谷底

公司表示原先預期今年營收成長幅度 7%，不過受疫情衝擊，2Q20 營收 YoY 衰退幅度超過兩成，但理應為營運谷底，目前訂單能見度到 3Q20，預計 2H20 營收衰退幅度落在 10-15%區間、2021 年營收 YoY+10-15%。

其中以各個產品線來看：

鞋材：2Q20 衰退近 3 成、1H20 累計衰退幅度也高達兩成，2Q20 鞋材營收比重從過往 4 成以上降至 38-39%，主要是鞋材品牌客戶衰退幅度也有 2-3 成左右所致，最壞情況已過，3Q20 鞋材營收絕對金額回升，不過在動能部分由於去年基期高，預計 2H20 平均衰退 12-13%。

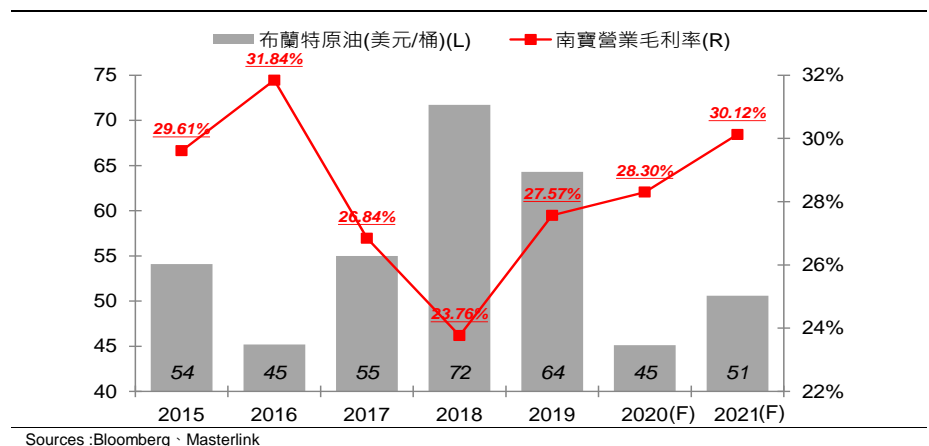
特殊接著劑：2Q20 營收占比 34-35%，受疫情衝擊影響較小，主要是其產品有做到防疫與民生相關，像是占特殊接著劑營收 1/3 以上的熱熔膠有用到防護衣、封箱和電器等用途，因此不但沒有衰退反而是逆勢成長，營收 YoY 在 1H20 衰退僅個位數，預計 2H20 有機會小幅成長或者持平。

元富預計 2020 年南寶營收 147 億元，YoY-14.1%，至於 2021 年公司目前看好鞋材因基期偏低的關係有望恢復成長、其次為熱熔膠系列，再者是 PSA 光學膠，預計營收有望回到 2019 年水準。

**3Q20 起低原料成本正面效應浮現，毛利率有望攀升，預期南寶 2020-2021 年 EPS 為 8.73 元與 11.22 元**

至於毛利率部分，原假設 2020 年國際原油價格處於每桶 60 美元附近的情況下，預期今年毛利率相較於 2019 年的 27.6% 會再往上提升 3%-4%，不過受到 COVID-19 影響，銷量下滑的情況下毛利率相對受到抑制。然而，由於今年國際原油價格大幅滑落，目前布蘭特原油僅每桶處於 45 美元附近徘徊，使原料成本同步下滑，但低原料成本的正面效應按過往會遞延 1-2 季左右，因此預期 3Q20 起毛利率有望向上跳升。若對照 2016 年布蘭特原油平均價格為每桶 45 美元、當年毛利率高達 31.8% 推算，因此預估 2020 年油價平均處於每桶 45 美元、2021 年平均為 51 美元判斷，預期 2H20 至 2021 年毛利率有望攀升至 28%-31% 區間推算，預期南寶 2020、2021 年 EPS 分別為 8.8 元與 11.1 元，在歷經今年營運低谷後明年 EPS 將重回 10 元以上水準，若後續毛利率有望挑戰 2016 年的 31.8%，獲利則有再上修的空間。

Exhibit 4: 布蘭特原油價格與南寶營業毛利率



**碳纖維複合材料為公司具成長潛力產品，靜待 4Q20 中國淮安廠與碳纖維安全帽量產進程**

南寶的碳纖維複合材料特色為：阻燃、加工性優、環保、強度高以及可塑型，其應用領域有：航太、汽車、風電、自行車羽球拍等，原先計畫將碳纖維複合材料推廣至筆記型電腦的 A 件與 D 件、安全帽、自行車坐墊與汽車 B 柱等，毛利率高於整體平均水準，約 25%-30%。不過量產時程不斷推遲，目前主要可留意的是碳纖維安全帽以及中國江蘇的淮安廠。

2020 年碳纖維事業仍以小量試單為主，營收貢獻不大。其中，在碳纖維安全帽這部分進度受阻主要為客戶端因產品在 4 個區域中有 1 個區域認證受阻，需重新改良以通過認證，因此在認證時程拉長下量產的時點遞延；另外，南寶在中國江蘇淮安廠設立碳纖維後段工廠，其中南寶出資 70%、中國投資方出資 30%，目前負責以筆記型電腦中的 A 件與 D 件生產為主，有訂單且預計將於 4Q20 量產並可認列投資，一旦順利進行則 2021 年中國淮安廠的成長可期待，因此後續留意 4Q20 中國淮安廠與碳纖維安全帽的量產進程。

**維持買進評等**

預計 2H20 起營收回升，同時在原料成本下跌下，毛利有望來到 30% 以上甚至挑戰 2016 年的水準，2H20 來看獲利有逐步回升空間，預估 2020 年 EPS 為 8.73 元、2021 年 EPS 為 11.22 元，維持買進評等，目標價 155 元 (14x 2021EPS)。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	16,022	17,114	14,699	16,479	
COGS	12,215	12,396	10,553	11,515	
Gross profit	3,807	4,718	4,146	4,964	
Operating expense	2,906	3,036	2,796	3,077	
<b>Operating profit</b>	<b>901</b>	<b>1,682</b>	<b>1,350</b>	<b>1,886</b>	
Total non-operate. Inc	135	111	85	111	
Pre-tax profit	1,036	1,793	1,435	1,998	
Total Net profit	717	1,315	1,106	1,415	
Minority	0	0	0	0	
<b>Net Profit</b>	<b>673</b>	<b>1,228</b>	<b>1,052</b>	<b>1,353</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>6.15</b>	<b>10.19</b>	<b>8.73</b>	<b>11.22</b>	
Y/Y %	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
Sales	9.6	6.8	(14.1)	12.1	
Gross profit	(2.9)	23.9	(12.1)	19.7	
Operating profit	(24.5)	86.7	(19.8)	39.7	
Pre-tax profit	(10.8)	73.1	(20.0)	39.3	
Net profit	(23.7)	82.6	(14.3)	28.6	
EPS	(25.1)	65.7	(14.3)	28.5	
Margins %	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
Gross	23.8	27.6	28.2	30.1	
Operating	5.6	9.8	9.2	11.4	
EBITDA	8.6	13.0	11.8	14.4	
Pre-tax	6.5	10.5	9.8	12.1	
<b>Net</b>	<b>4.2</b>	<b>7.2</b>	<b>7.2</b>	<b>8.2</b>	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20 F	4Q20 F	
Net sales	3,734	3,346	3,836	3,783	
Gross profit	1,033	868	1,107	1,138	
Operating profit	311	220	385	435	
Total non-ope inc.	18	60	36	-30	
Pre-tax profit	329	280	421	405	
Net profit	235	235	280	303	
EPS	1.95	1.95	2.32	2.51	
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20 F	4Q20 F	
Net sales	(0.4)	(23.1)	(14.6)	(16.4)	
Gross profit	7.1	(29.1)	(13.7)	(8.8)	
Operating profit	18.3	(53.8)	(19.8)	(6.4)	
Net profit	55.4	(40.7)	(19.0)	(9.9)	
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20 F	4Q20 F	
Net sales	(17.5)	(10.4)	14.6	(1.4)	
Gross profit	(17.1)	(16.1)	27.6	2.7	
Operating profit	(33.1)	(29.4)	75.3	13.0	
Net profit	(30.2)	(0.2)	19.3	8.3	
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20 F	4Q20 F	
Gross	27.7	25.9	28.9	30.1	
Operating	8.3	6.6	10.0	11.5	
<b>Net</b>	<b>6.3</b>	<b>7.0</b>	<b>7.3</b>	<b>8.0</b>	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	3,679	3,743	15,106	15,417	
Marketable securities	196	750	315	420	
A/R & N/R	3,764	3,810	2,671	4,598	
Inventory	2,347	2,241	3,232	2,915	
Others	684	567	652	629	
Total current asset	10,670	11,110	21,976	23,978	
Long-term invest.	1,556	1,371	400	642	
Total fixed assets	3,960	4,097	3,801	3,953	
Total other assets	1,178	1,820	5,745	6,570	
<b>Total assets</b>	<b>17,363</b>	<b>18,398</b>	<b>19,632</b>	<b>20,719</b>	
Short-term Borrow	1,296	1,371	1,371	1,371	
A/P & N/P	2,748	2,762	4,047	3,427	
Other current liab.	662	775	576	671	
Total current liab.	4,705	4,908	5,994	5,469	
L-T borrows	1,392	1,524	1,507	1,474	
Other L-T liab.	911	1,409	1,098	1,140	
<b>Total liability.</b>	<b>7,008</b>	<b>7,842</b>	<b>8,598</b>	<b>8,083</b>	
Common stocks	1,206	1,206	1,206	1,206	
Reserves	2,108	2,104	3,007	4,071	
Retain earnings	7,041	7,247	6,821	7,359	
<b>Total Equity</b>	<b>10,355</b>	<b>10,557</b>	<b>11,034</b>	<b>12,636</b>	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>17,363</b>	<b>18,398</b>	<b>19,632</b>	<b>20,719</b>	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	717	1,315	1,106	1,415	
Dep & Amort	308	387	295	339	
Investment income	- 21	- 33	- 26	- 27	
Changes in W/C	- 590	- 31	- 328	- 296	
Other adjustment	- 258	- 165	- 19	- 37	
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>156</b>	<b>1,864</b>	<b>1,028</b>	<b>1,394</b>	
Capex	- 797	- 576	- 759	- 711	
Change in L-T inv.	- 2	- -	- 3	- 1	
Other adjustment	110	- 760	- 291	- 313	
<b>Cash flow – inve.</b>	<b>- 688</b>	<b>- 1,335</b>	<b>- 1,052</b>	<b>- 1,025</b>	
Free cash flow	12	319	142	158	
Inc. (Dec.) debt	-	-	-	-	
Cash dividend	-	-	-	-	
Other adjustment	295	- 646	- 55	- 135	
<b>Cash flow-Fin.</b>	<b>307</b>	<b>- 327</b>	<b>87</b>	<b>22</b>	
Exchange influence	38	- 138	- 142	- 81	
<b>Change in Cash</b>	<b>14,949</b>	<b>15,186</b>	<b>15,106</b>	<b>15,417</b>	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20 F	FY21 F	
ROA	4.1	6.9	5.5	6.7	
ROE	7.3	11.7	9.7	11.4	

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2020 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.