

橡膠輪胎

# 2106 建大

2009/11/26

## 原料成本將逐漸反映，獲利高峰已過

投資建議：中立

➤ 評等依據：以 2010 年 EPS 3.59 元及 PER10X 評價

➤ 重點摘要：

收盤價	39.9 元
加權指數	7739.16
一年股價(高/低)	47.07/11.6
每股淨值(元)	17.69
發行股本(億元)	55.26
市值(億元)	220.48
股價/淨值(倍)	2.26
外資持股	2.36%
投信持股	5.47%
成交量(億元)	1.40
30 日 β 貝他係數	0.87365
主要營收 比重	摩拖車胎 30~35%
	自行車胎 30~35%
	汽車胎 25~30%
主要客戶	巨大、美利達、三陽、光陽

◆ **預估建大 4Q09 年獲利將因原料價格上漲而減少近三成**

2H09 年輪胎原料價格與 1H09 年相比均有明顯上漲，從佔輪胎原料成本比重最大的天然膠及合成膠來探討：(1)合成膠：第三季隨丁二烯報價上漲，目前合成膠報價仍有 1,600 美元/噸，仍較 6 月底的 1,275 美元/噸上漲 25%；(2)天然膠：近期東南亞產膠國受豪雨影響，天然膠產出量銳減，目前報價達 2,570 美元/噸，較 6 月底的 1,560 美元/噸上漲 64.7%。研究員認為建大 4Q09 年將逐漸反映原料成本上漲，產品利差縮小，預估建大 4Q09 年稅前淨利 7.08 億元，QoQ-28.6%，YoY+435.4%，EPS 1.01 元。

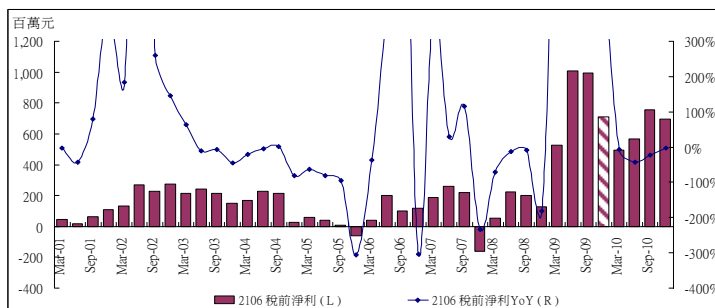
◆ **原料成本侵蝕輪胎廠獲利，預估建大明年獲利衰退 24%**

展望 2010 年，研究員預估建大明年輪胎的銷售量將較今年成長 10% 以上，不過明年輪胎產業面臨比較大的問題點，主要在於廠商是否有能力轉嫁原料成本。研究員預估明年在油價看漲下，合成膠、天然膠及碳煙等相關原材料的報價將同步上漲，並將侵蝕輪胎廠獲利，研究員推估建大 2010 年 EPS 3.59 元，YoY-24%。

◆ **評價已合理反映，維持中立**

研究員預估建大 2009 年合併營收 191 億元，YoY-8.9%，稅前淨利 33 億元，YoY+387.9%，EPS 4.51 元；預估建大 2010 年合併營收 212 億元，YoY+10.7%，稅前淨利 25.3 億元，YoY-24%，EPS 3.59 元，以稅前淨利為景氣定位指標，目前建大景氣定位為減緩，研究員認為目前建大評價已合理反映，因此維持建大中立的投資評等(以 2010 年 EPS 3.59 元及 PER 10X 評價)

◆ **稅前淨利與成長率變化趨勢圖(斜線柱狀處為 4Q09 年)**



強力買進 > 30% ;  
買進 15-30% ;  
中立 -20% ~ 15% ;  
觀望 < -20%

研究員:吳昆潮

[01970024@jsun.com](mailto:01970024@jsun.com)

- 上修建大今明兩年獲利至 4.51 元及 3.59 元
- 產品利差快速擴大，建大前三季獲利大幅成長 376%。

### 訪談重點：

研究員將建大2009年EPS由4.33元上修至4.51元；2010年EPS 3.27元上修至3.59元，然獲利將因原料成本上漲而下滑，預估3Q09年為建大獲利高峰，且目前評價已合理反映，因此維持建大中立的投資建議。

建大是國內輪胎製造商，主要是以生產小胎(包括自行車胎及摩托車胎)為主，小胎產能佔比超過八成。建大前三季合併營收141億元，與去年同期167億元相比衰退15.3%，輪胎報價高於去年，而營收卻衰退15.3%，顯示今年小胎銷售狀況確實比去年差，然由於從4Q08年起原料價格大跌，而輪胎價格仍維持去年高檔水準，輪胎利差快速擴大，建大前三季毛利率28.4%，較去年同期12.8%成長16.4個百分點，前三季稅前淨利25.9億元，亦較去年同期的5.44億元大幅成長376.4%，EPS 3.6元。

表一、建大2008、2009年前三季營運比較 單位：仟元

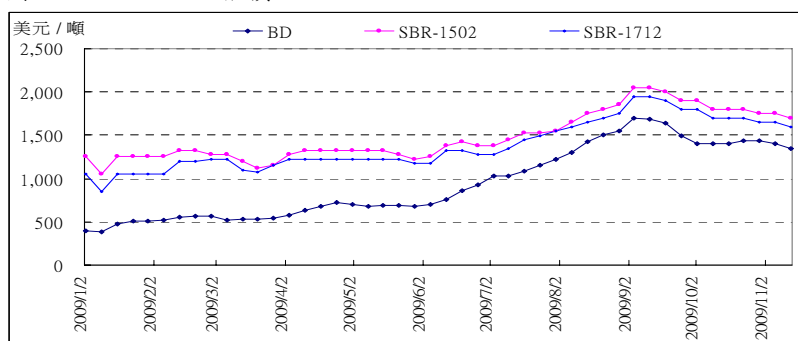
	2008年前三季	2009年前三季	YoY
營收	16,729,100	14,174,338	-15.3%
成本	14,589,077	10,153,806	-30.4%
毛利	2,140,023	4,020,532	87.9%
毛利率	12.8%	28.4%	15.6百分點
稅前淨利	544,425	2,593,493	376.4%
稅後淨利	349,163	1,934,640	454.1%
原始每股EPS(元)	0.69	3.60	421.7%

資料來源：CMoney，日盛投顧整理

- 建大 4Q09 年將逐漸反映原料價格上漲，預估毛利率將下滑近 5 個百分點

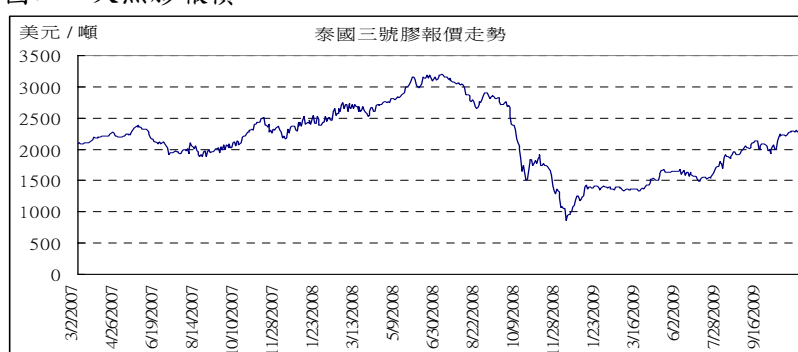
然而2H09年輪胎廠商獲利結構隨原料價格上漲而產生改變，碳煙、簾布、天然膠及合成膠的報價，均較1H09年有明顯上漲，從估輪胎原料成本最大比的天然膠及合成膠來探討：(1)合成膠：第三季隨丁二烯報價上漲，下半年合成膠價格最高曾上漲至1,950美元/噸，較6月底的1,275美元/噸上漲52.9%(以亞洲區SBR-1712為例)，儘管近期合成膠價格有回檔，不過報價仍有1,600美元/噸，仍較6月底的1,275美元/噸上漲25%(圖一)；(2)天然膠：近期東南亞產膠國受豪雨影響，天然膠產出量銳減，目前報價達2,570美元/噸，報價續今年新高，較6月底的1,560美元/噸上漲64.7%(圖二)。研究員認為建大4Q09年將逐漸反映原料成本上漲，在輪胎報價持平之下，產品利差縮小，預估建大4Q09年合併毛利率24.5%，較3Q09年的29.4%下滑4.9個百分點，稅前淨利7.08億元，QoQ-28.6%，YoY+435.4%，EPS 1.01元。

圖一、BD、SBR報價



資料來源：CMoney，日盛投顧整理

圖二、天然膠報價



資料來源：CMoney，日盛投顧整理

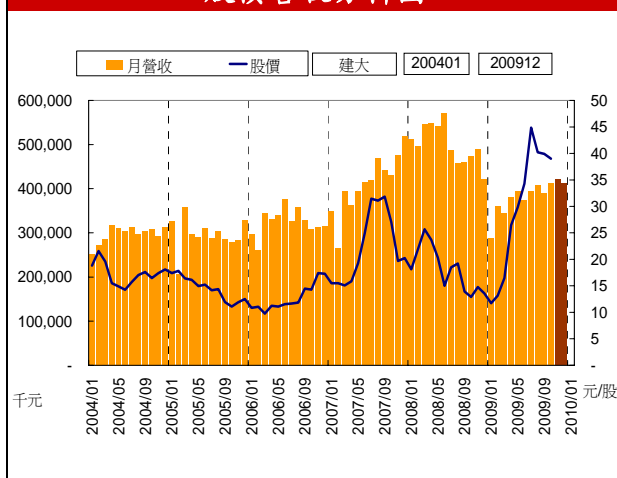
➤ 營收成長難以彌補  
毛利率下滑幅度，  
預估建大 2010 年  
獲利將衰退 24%

➤ 預估建大 2009 年  
EPS 4.51 元，2010  
年 EPS 3.59 元，評  
價已合理反映，建  
議中立

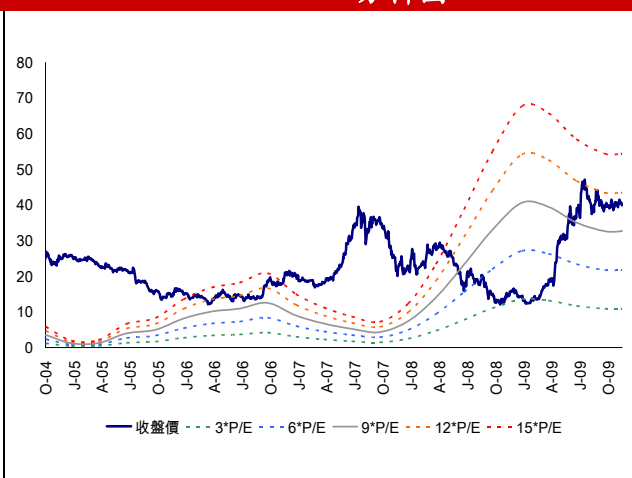
展望2010年，研究員預估建大明年輪胎的銷售量將較今年成長10%以上，不過明年輪胎產業面臨比較大的問題點，主要在於廠商是否有能力轉嫁原料成本。從4Q08年至2Q09年，原料價格崩跌，然而輪胎價格並未跟隨原料下滑，整體輪胎售價仍維持在高檔，從今年下半年開始，儘管原料價格與上半年相比有明顯上漲，但就合成膠與天然膠而言，目前報價亦僅是去年年初的水準，研究員的觀點是：若原料報價若未上漲到達或超過3Q08年的高點，輪胎廠恐將缺乏調漲的理由。研究員預估明年在油價看漲下，合成膠、天然膠及碳煙等相關原材料的報價將同步上漲，並將侵蝕輪胎廠獲利，研究員推估建大2010年EPS 3.59元，就獲利絕對值而言仍有不錯表現，不過與2009年相比則衰退24%。

研究員預估建大2009年合併營收191億元，YoY-8.9%，稅前淨利33億元，YoY+387.9%，EPS 4.51元(原預估4.33元)；預估建大2010年合併營收212億元，YoY+10.7%，稅前淨利25.3億元，YoY-24%，EPS 3.59元(原預估3.27元)。以稅前淨利為景氣定位指標，目前建大景氣定位為減緩，研究員認為目前建大評價已合理反映，因此維持建大中立的投資評等(以2010年EPS 3.59元及PER 10X評價)

股價營收分析圖



P/E BAND 分析圖



公司獲利分析

	2007	2008	2009(F)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09(F)
營業收入(百萬元)	18,461	21,062	19,179	4,242	4,788	5,143	5,004
營業毛利(百萬元)	2,825	2,868	5,248	1,039	1,468	1,512	1,227
營業利益(百萬元)	997	860	3,331	607	968	1028	727
稅前純益(百萬元)	577	676	3,302	593	1007	992	709
稅後純益(百萬元)	490	432	2,494	460	717	757	560
營收 YoY	27.7%	14.1%	-8.9%	-15.6%	-12.8%	-17.2%	15.5%
稅前純益 YoY	15.8%	17.3%	387.9%	675.9%	303.5%	354.9%	435.4%
營收 QoQ				-2.1%	12.9%	7.4%	-2.7%
稅前純益 QoQ				348.1%	69.9%	-1.5%	-28.6%
毛利率	15.3%	13.6%	27.4%	24.5%	30.7%	29.4%	24.5%
營益率	5.4%	4.1%	17.4%	14.3%	20.2%	20.0%	14.5%
每股盈餘(元)	1.0	0.82	4.51	0.83	1.30	1.37	0.83
本益比(X)	20.2	16.5	8.8				
當期末股本(百萬元)	4,895	5,263	5,526	5,262	5,262	5,526	5,526
股票股利(元/股)	0.75	0.50					
現金股利(元/股)		0.25					

註：歷史每股盈餘皆以當年度期末股本計算

籌碼分佈			漲跌幅比較			
持股人	持股張數	持股率	指數/個股	5日	本月以來	今年以來
外資持股張數(20091126)	13,048 張	2.36%	加權指數	0.73%	5.44%	68.56%
投信持股張數(20091126)	30,205 張	5.47%	OTC 指數	0.47%	8.03%	102.92%
董監事持股率(200910)	122,383 張	22.15%	細類指數	0.71%	6.68%	130.75%
融資餘額(20091126)	25,647 張	4.65%	個股	-2.68%	2.31%	194.68%

註：細類指數為(橡膠輪胎)細類指數