

塑化原料

# 4721 美琪瑪

2009/11/30

## 2010 年日商三元系鋰電池正極材料需求倍增

投資建議：買進  
目標價：40.1 元

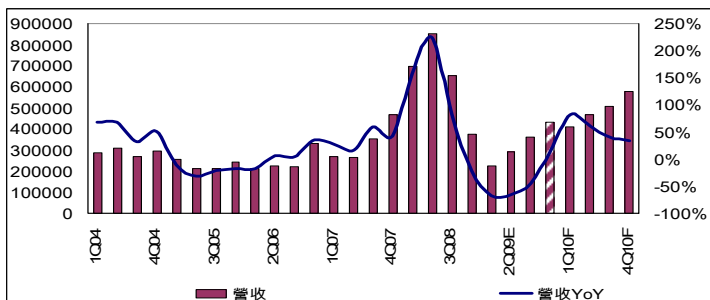
- 評等依據：以 2010 年 EPS2.07 元，PER20X 評價
- 重點摘要：

收盤價	31.85 元
OTC 指數	129.23
一年股價(高/低)	36/12.26
每股淨值(元)	13.05
發行股本(億元)	6.95
市值(億元)	22.14
股價/淨值(倍)	2.44
外資持股	0.00%
投信持股	0.00%
成交量(億元)	0.13
30 日 β 貝他係數	1.89619
主要營收比重	PTA 氧化觸媒(70%) 正極材料(30%)
主要客戶	內銷(25%)-台化、中 美和 外銷(75%)-泰國、韓 國、日本

- ◆ **鈷價回升影響毛利率表現，但獲利逐季增加趨勢不變**  
美琪瑪主要產品為 PTA 氧化觸媒和正極材料原料硫酸鈷，由於銷貨毛利為固定的加工費用，報價穩定，產品報價和毛利率則隨著主要原料鈷的價格波動時有變化，3Q09 年因為鈷價上漲 30%，毛利率跌破 10%，但獲利絕對值逐季增加的趨勢沒有改變。預估 2010 年鈷價將維持在 15-25 美元區間波動，美琪瑪的毛利率有望回升至雙位數。
- ◆ **受惠日廠動力電池需求，2010 年正極材料出貨倍增**  
預估 2010 年來自油電混合車的需求將使三元系鋰電池市佔率倍增至 20%，對上游材料硫酸鈷的需求也將等幅提高。美琪瑪主要客戶為日電池大廠 Sony，近期持續增加對美琪瑪下單，預估 2010 年正極材料出貨量有望由目前的月均量 120 噸倍增至 250 噸以上，佔營收比重將提高至 50%，是 2010 年美琪瑪主要的成長動能。PTA 氧化觸媒則在紡織業隨全球景氣同步復甦下，2010 年有望維持穩定的出貨水準，配合 3Q10 年沙烏地阿拉伯新廠落成，產能將擴充 40%，將使 2010 年 PTA 部門營收成長 16%。
- ◆ **首次評等為買進，目標價 40.1 元**  
研究員預估美琪瑪 2009 年營收 13.12 億元，YoY-48.95%，稅前淨利 0.94 億元，YoY-32.3%，EPS1.13 元；預估 2010 年營收 19.65 億元，YoY+49.6%，稅前淨利 1.69 億元，YoY+79.19%，EPS2.07 元。以營收成長率評估，美琪瑪目前景氣定位為成長，按 2010 年 EPS2.07 元，PER20X，目標價 40.1 元，目前股價上檔空間仍有 25.9%，給予買進投資建議。
- ◆ **營收與成長率變化趨勢圖(斜線柱狀處為 2009 年第四季)**

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

研究員：宋傳德  
[01980041@jsun.com](mailto:01980041@jsun.com)



### 訪談重點：

研究員給予美琪瑪首次評等為買進，目標價40.1元(2010年2.07元，EPS20X)，主要理由為：1.受惠電動車產業需求成長動能強，預估2010年正極材料出貨成長幅度達138%，營收比重提高至50%；2.PTA氧化觸媒全球市佔率40%，2010年在紡織業景氣復甦趨勢下，預估仍能維持16%的穩定成長率；3.目前股價仍有上檔空間。

美琪瑪主要產品為PTA氧化觸媒和正極材料原料硫酸鈷，2009年兩項產品佔營收比重分別為50.4%和26.4%(其餘23.2%為溴酸等氧化觸媒製程所需化學品和鈷、錳等金屬原料買賣)，銷貨毛利主要為固定的加工費用(工繳)，報價穩定，但兩項產品的主要原料鈷的價格佔銷貨成本比重高達60%-90%，所以產品報價和毛利率隨鈷報價波動。美琪瑪的PTA氧化觸媒全球市佔率達40%，為全球最大的PTA氧化觸媒供應商，並擁有自行研發的MLRU回收設備，能將氧化觸媒中的鈷回收95%以上，也使美琪瑪氧化觸媒產品較同業更具有價格競爭優勢，毛利率介於15-20%。正極材料上游原料硫酸鈷則是2008年正式投產的新產品線，主要為鋰鈷電池和鋰鎳鈷錳三元系電池所使用的正極材料上游原料，由於鈷含量高達26%，單價高，毛利率僅10%以下(2008年僅3-5%)。

表一、2009年美琪瑪主要產品結構

	氧化觸媒 (固態)	氧化觸媒 (液態)	正極材料(硫酸鈷)
含鈷量	24%	2%~4%	26%
毛利率	15%	20%	10%
營收比重	6.7%	43.7%	26.4%
備註	固態觸媒為早期PTA製程所需， 現已逐漸被液態觸媒取代		為鋰鈷/三元系電 池正極材料鈷酸鋰 的上游材料

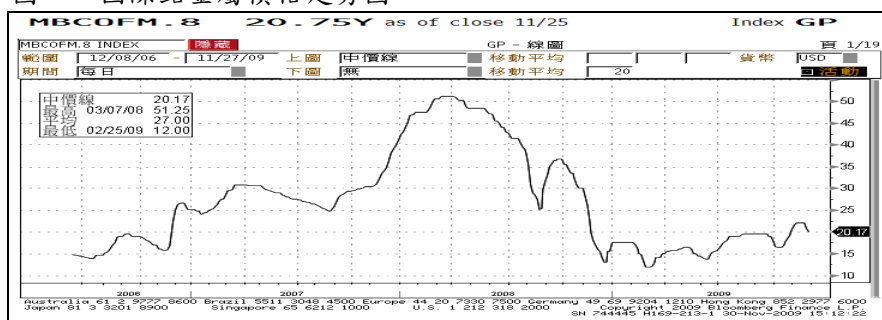
資料來源：美琪瑪，日盛整理

隨著鈷價由7月的每公斤16.5美元快速攀升至11月的21.5美元，漲價幅度達30%，美琪瑪毛利率也快速由2Q09年的17.04%下滑至3Q09年的6.94%，但獲利絕對值仍受惠於需求回升而維持逐季增加的趨勢。分析近期鈷價上漲的原因主要是2010年鈷將在LME掛牌交易，出現部分炒家屯貨現象所致，由於鈷的供需狀況仍屬平衡，預估2010年鈷價將維持在15-25美元區間波動，美琪瑪的毛利率將有望回升至雙位數。

➤ 美琪瑪獲利來源為固定工繳，主要原料鈷的價格波動影響毛利率甚鉅

➤ 2010年鈷價預期平穩，毛利率回升至雙位數

圖一、國際鈷金屬價格走勢圖

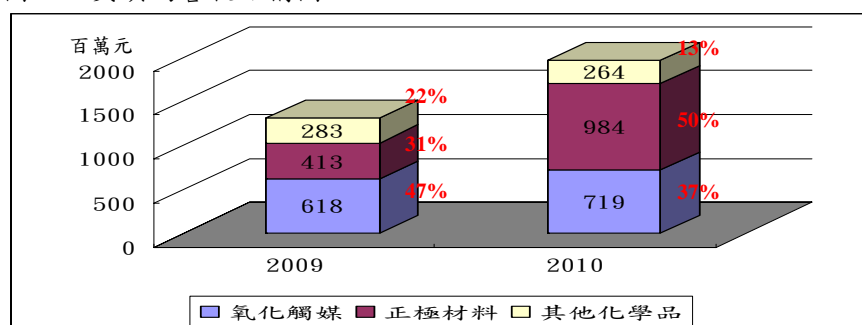


資料來源：Bloomberg

- 2010年日廠車用動力電池正極材料需求倍增，為美琪瑪主要成長動能

2010年美琪瑪的成長動能主要來自於正極材料，由於各國環保節能政策的扶持，電動車市場發展速度加快，日系車廠三元系正極材料需求快速增加，雖2009年三元系電池佔鋰電池市場尚不到10%，但預估2010年來自油電混合車(HEV)的需求，將使三元材料市佔率倍增至20%，對上游材料硫酸鈷的需求將倍增。美琪瑪正極材料主要客戶為日電池大廠Sony，近期投入11億美金擴建動力電池產品線，並持續增加對美琪瑪下單，研究員預估美琪瑪2010年正極材料出貨量有望由目前的月均量120噸倍增至250噸以上，佔營收比重將提高至50%。而原本佔營收比重50%的PTA氧化觸媒，2010年在紡織業隨全球景氣同步復甦下，有望維持穩定的出貨水準，配合3Q10年沙烏地阿拉伯新廠2條生產線落成，產能將擴充40%，研究員預估將使美琪瑪PTA部門2010年營收成長16%，佔營收比重則下滑至37%。

圖二、美琪瑪營收結構圖

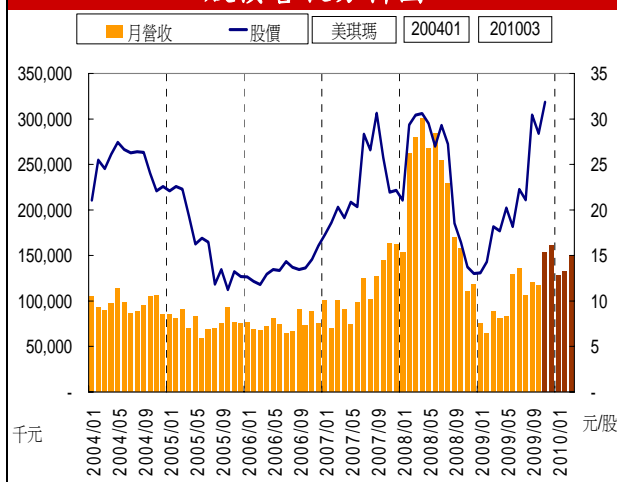


資料來源：日盛預估

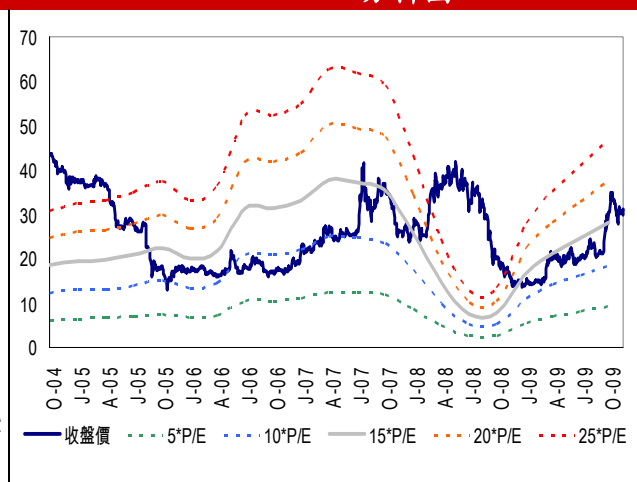
- 美琪瑪目標價40.1元，給予買進評等

研究員預估美琪瑪2009年營收13.12億元，YoY-48.95%，稅前淨利0.94億元，YoY-32.3%，EPS1.13元；預估2010年營收19.65億元，YoY+49.6%，稅前淨利1.69億元，YoY+79.19%，EPS2.07元。以營收成長率評估，美琪瑪目前景氣定位為成長，按2010年EPS2.07元，PER20X，目標價40.1元，目前股價上檔空間仍有25.9%，給予買進投資建議。

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)	1,357	2,574	1,312	227	292	361	431
營業毛利(百萬元)	249	339	149	42	50	25	32
營業利益(百萬元)	195	236	92	40	27	11	15
稅前純益(百萬元)	176	139	94	13	29	24	29
稅後純益(百萬元)	141	117	78	6	19	24	29
營收 YoY	37.0%	89.7%	-49.0%	-67.4%	-65.7%	-44.7%	15.3%
稅前純益 YoY	61.3%	-21.0%	-32.3%	-82.5%	-39.0%	-14.0%	NA
營收 QoQ				-39.4%	28.8%	23.7%	19.4%
稅前純益 QoQ				NA	128.6%	-18.1%	24.7%
毛利率	18.3%	13.2%	11.3%	18.4%	17.0%	6.9%	7.4%
營益率	14.3%	9.2%	7.0%	17.5%	9.1%	3.0%	3.4%
每股盈餘(元)	2.21	1.73	1.13	0.09	0.27	0.34	0.42
本益比(X)	12.0	8.15	27.5				
當期末股本(百萬元)	639	675	695				
股票股利(元/股)	0.50	0.30					
現金股利(元/股)	1.40	1.20					

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(20091130)	6張	0%	加權指數	-1.72%	3.3%	65.15%
投信持股張數(20091130)	0張	0%	OTC指數	-0.94%	6.88%	100.76%
董監事持股率(200910)	16,686張	24%	細類指數	-2.87%	2.8%	60.7%
融資餘額(20091130)	4,492張	6.51%	個股	-3.48%	12.15%	145%

註：細類指數為(塑化原料)細類指數