

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4722 TT 國精化	買進	日盛對國精化的投資建議維持買進，目標價29元(2012年PER 12X)，主要是：(1) UV樹脂新產能逐步開出，在UV塗料市場持續看好和對手的轉單效應下，預期營收獲利將持續成長。(2) 股價位於2012年PER 9X，屬於歷史區間8~20X之中下緣。

研究員 張喬詠
 annchang@jsun.com

重點摘要

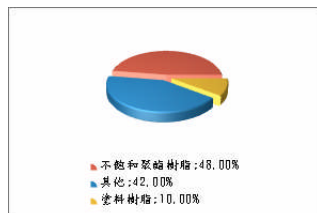
近期投資評等

11/23/2011	買進
06/22/2011	買進
04/22/2011	區間操作
09/16/2010	區間操作

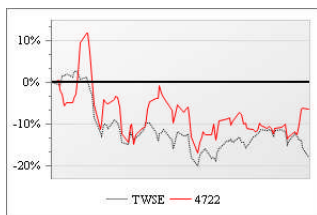
公司基本資料

收盤價(元)(11/21/2011)	22.4
股本(百萬元)	746
總市值(億元)	16.7
負債比(%)	44.86
每股淨值(元)	16.02
外資持股比(%)	0.10
投信持股比(%)	6.95
近20日均量(張)	314
融資餘額(11/21/2011)	5,178

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源: CMoney

◆ 國精化為國內不飽和聚酯樹脂第二大廠，國內市占率為30%，產品營收占比為：不飽和聚酯樹脂48%、塗料樹脂15%和UV光固化樹脂及其他37%，外銷占比達61%，內銷則為39%，其中不飽和及塗料樹脂是銷往東南亞和澳洲，UV光固化樹脂則以歐美地區為主，占比達50%以上。

◆ 國精化之不飽和聚酯樹脂廣泛應用於各種民生必需品，塗料樹脂應用則以工業為主，加上合成樹脂具有3~4個月的保存期限，因此其營收直接反應了總體景氣狀況，在整體景氣趨緩下，日盛預估2012年國精化不飽和聚酯樹脂產量為2.48萬噸，YoY-5.05%，塗料樹脂產量為7,000噸，YoY-7.30%。

◆ UV光固化樹脂1H11每月產量約400~500噸，新產線於3Q11投產，預計於2013年產能全開，屆時年產能將達2.5~3萬噸，超越6507 TT 新力美的2萬噸，成為國內UV光固化樹脂第一大廠。新力美台南廠房於07/2011發生大火並停工，約20%的銷售量受到影響，公司計畫由彰濱新廠支應，但新廠正處於興建階段，造成原客戶轉單至國精化，在UV光固化市場成長性持續看好(全球UV塗料市場年成長率達15%，中國則達20%)與競爭對手的轉單效應下，國精化訂單無虞，而新產線投產速度逐漸加快，10/2011產量為658噸，預估11~12/2011分別可達900、1,000噸，2012年產量達12,000噸，YoY+85.24%。

◆ 預估國精化2012年稅後EPS為2.52元，由於UV光固化塗料市場持續成長加上競爭對手的轉單效應，預期營收獲利將持續成長，投資建議維持買進，目標價29元(2012年PER 12X)。

單位:百萬元	2011F	2012F	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F
營業收入淨額	3,168	3,647	753	776	935	860	956	879
營業毛利	353	444	87	81	114	104	117	107
營業利益	136	215	30	28	60	49	58	49
稅後純益	130	188	19	47	49	40	47	53
稅後EPS(元)	1.74	2.52	0.26	0.64	0.65	0.54	0.63	0.71
毛利率(%)	11.13	12.18	11.61	10.47	12.20	12.06	12.26	12.13
營業利率率(%)	4.29	5.88	4.05	3.65	6.37	5.74	6.07	5.58
稅後純益率(%)	4.10	5.15	2.59	6.11	5.20	4.66	4.94	6.04
營業收入 YoY(%)	35.84	15.13	24.21	30.91	43.66	21.98	27.04	13.38
營業利益 YoY(%)	78.52	57.90	73.25	-8.21	156.66	180.59	90.59	73.36
稅後純益 YoY(%)	61.59	44.63	19.37	183.27	9.07	179.03	142.86	12.14
營業收入 QoQ(%)			6.83	3.02	20.52	-8.03	11.26	-8.06
營業利益 QoQ(%)			73.33	-7.19	110.52	-17.15	17.74	-15.58
稅後純益 QoQ(%)			35.73	143.37	2.61	-17.68	18.14	12.38

資料來源: CMoney, JS 預估 註: 以最新版本回溯 EPS

國精化為國內不飽和聚酯樹脂第二大廠

國精化為國內不飽和聚酯樹脂第二大廠，國內市占率為30%，僅次於1717 TT 長興的46%，產品佔營收比重為：不飽和聚酯樹脂48%、塗料樹脂15%和UV光固化樹脂及其他37%。產品以外銷為主，占比達61%，內銷占比則為39%。其中不飽和聚酯樹脂和塗料樹脂是銷往東南亞和澳洲(無外銷歐美)，UV光固化樹脂則以歐美地區為主，占比達50%以上，其餘銷售至日本等亞洲國家。

不飽和聚酯樹脂、塗料樹脂銷售跟隨景氣變動，UV光固化樹脂則因具有環保節能等多項優點，市場持續成長

國精化生產之產品屬於合成樹脂，為石化產業之下游，其原料經過配方調整後可呈現不同的物理特性及功能，因此可廣泛應用於各種傳統及電子產業(見表一)。

表一：合成樹脂用途

成品	應用面	功能
塗料	電子產業	封裝、光阻、導電、接著
	合成皮業	沙發、衣、鞋、皮包
油墨	纖維工業	手感、顯色、加工性、貼合、透濕、防水、抗靜電
	建築業	接著、塗飾、防汙、耐候、填縫
接著劑	航太、運輸	電磁效應、接著、保護
填縫劑	造紙業	強化、印刷、塗飾
	汽車	接著、保護、耐刮
特用化學品	光電資訊業	發光、基材、高硬度、防蝕、抗反射、導光

資料來源：IEK、日盛投顧彙整

不飽和聚酯樹脂是由聚合物與SM溶解成黏稠狀液體的樹脂，其最大優點在於易與填充物混合，在常溫常壓下即可硬化成型，硬化後具有良好的機械強度、耐水耐寒、耐化學藥品腐蝕等特性，且加工方便，其相關用途見表二。2010年全球不飽和聚酯樹脂總產量為260萬噸，其中中國大陸為153萬噸，台灣約25萬噸，日本小於10萬噸，中國隨著當地經濟發展、內需市場不斷擴大，每年可維持5~10%的成長率，其餘地區則多為持平或衰退。在塗料樹脂方面，依據Datamonitor之統計，全球塗料市場年產值約為950~1,000億美元，應用以建築裝飾為最大宗，占比達57%，其餘占比分為別：工業27%、包裝2.5%、交通運輸12%及其他1.5%。

表二：不飽和聚酯樹脂用途

種類	應用面	
FRP用樹脂	交通車船	汽車、火車、地鐵、工程機械、船舶、救生艇、交通標誌、魚竿、頭盔、滑板車
	電力電工	葉片、機艙罩、導流罩、絕緣板、電錶箱、雷達罩、電纜橋架、電器開關、電桿
	城鄉建設	門窗、排水管道、橋梁、衛浴設備、桌椅、化糞池、消防器材
	化工防腐	管道、貯槽、地坪、脫硫裝置、淨化塔、電解槽
	其他	醫療、採礦、紡織、體育、休閒等相關器材
人造大理石樹脂	人造大理石/花崗岩/石英石/水晶/瑪瑙、仿象牙/仿玉工藝品	
鈕扣樹脂	各樣式鈕釦	
耐燃樹脂	高壓管、排氣管道	
膠殼樹脂	耐熱、耐水性膠殼	

註：玻璃鋼(FRP)一般指用玻璃纖維增強不飽和聚酯樹脂、環氧樹脂與酚醛樹脂單體，以玻璃纖維或其製品作增強材料的增強塑膠，可代替鋼材製造機器零件和汽車、船舶外殼等。

資料來源：吉林省政府網站、日盛投顧彙整

「UV光固化」是指UV塗料經紫外線輻射後，光引發劑被引發，從而產生一連串化學反應，使樹脂由液態轉為固態的過程。UV光固化塗料最大優點在於不含揮發性有機溶劑(VOC)，環境污染低，並具有以下特性：(1) 固化時間從0.1~60秒不等，速度快、生產效率高；(2) 高光澤、高硬度，耐化學品、耐刮擦，可薄可厚、塗膜性能優異；(3) 不同於熱固化塗料會遇熱凝固，較不易造成噴頭阻塞；(4) 不須額外設置烤箱，節省空間和投資成本；(5) 節省能源，其耗能約為熱固化塗料的10%~20%。

當下環保意識日益提高，尤其是歐美地區對於進口產品之VOC含量等皆有明確的環保規定，且隨著經濟發展人們對於生活品質也更為要求，例如化妝品盒改用較高級、無刺鼻味的包裝材料，因此UV光固化塗料價格雖為傳統塗料的2~3倍，仍逐漸取代傳統的溶劑型塗料，預期未來將成為塗料產業之主流，目前UV光固化塗料佔全球塗料使用比例仍低，尚有很大的替代空間，全球UV塗料市場每年約以15%的速度成長，且以中國市場發展最快，預估可維持20%的年成長率。

預估 2012 年不飽和及塗料樹脂將因景氣趨緩而使銷售衰退，但 UV 光固化樹脂受惠產業成長性和競爭對手的轉單效益，預期將持續成長

由於國精化之不飽和聚酯樹脂廣泛應用於各種民生必需品，包括工業、農業、交通運輸等領域，塗料樹脂應用則以工業為主，加上生產時間僅需1~3天，並具有3~4個月的保存期限，因此其產品為全產全銷，營收直接反應了總體景氣狀況。一般而言不飽和聚酯樹脂訂單能見度約為2個月，塗料樹脂則為1個月，在整體景氣趨緩下，日盛預估2012年國精化不飽和聚酯樹脂產量為2.48萬噸，YoY-5.05%，塗料樹脂產量為7,000噸，YoY-7.30%。

在UV光固化樹脂的部分，屬於較高毛利的產品，H11每月產量為400~500噸，新產線於3Q11投產，公司預計於2013年產能全開，屆時年產能將達25,000~30,000噸，超越6507 TT 新力美的20,000噸，成為國內UV光固化樹脂第一大廠。新力美台南廠房於07/2011發生大火並已停止所有生產活動，約20%的銷售量受到影響，公司計畫由彰濱工業區的新廠支應，但新廠正處於興建階段且試產也需要一段時間，造成原客戶轉單至國精化，在UV光固化樹脂市場成長性持續看好與競爭對手的轉單效應下，國精化訂單無虞，而新產線在配方與製程的調整下，產能開出速度逐漸加快，10/2011產量為658噸，預估11~12/2011分別可達900、1,000噸，2012年產量達12,000噸，YoY+85.24%。

投資建議：在 UV 光固化樹脂新產能逐步開出下將帶動營收獲利成長，建議買進，目標價 29 元

預估國精化2011年營收為31.68億元，YoY+35.84%，毛利率為11.13%，稅後淨利為1.30億元，YoY+61.59%，稅後EPS為1.74元；預估國精化2012年營收為36.47億元，YoY+15.13%，毛利率為12.18%，稅後淨利為1.88億元，YoY+44.63%，稅後EPS為2.52元。在UV光固化塗料逐步取代傳統塗料的趨勢與競爭對手的轉單效應下，預期國精化UV光固化樹脂需求將持續熱絡，在新產能逐步開出下將帶動營收獲利成長，加上目前股價位於2012年PER 9X，屬於歷史區間8~20X之中下緣，評價偏低，投資建議買進，目標價29元(2012年PER 12X)。

PE Band



資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2010	2011F	2012F	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F
營業收入淨額	2,332	3,168	3,647	592	651	705	753	776	935	860	956	879
營業毛利	277	353	444	83	74	70	87	81	114	104	117	107
營業費用	201	217	230	52	51	52	57	53	54	54	59	58
營業利益	76	136	215	31	23	18	30	28	60	49	58	49
營業外收入	44	26	17	-1	42	3	-3	26	0	0	0	16
營業外支出	28	5	5	8	16	2	2	0	1	1	1	1
稅前純益	92	157	226	22	49	19	26	54	59	48	57	64
稅後純益	80	130	188	17	45	14	19	47	49	40	47	53
最新股本	746	746	746	746	746	746	746	746	746	746	746	746
稅後EPS(元)	1.08	1.74	2.52	0.22	0.60	0.19	0.26	0.64	0.65	0.54	0.63	0.71
經營效率(%)												
毛利率	11.88	11.13	12.18	14.01	11.38	9.91	11.61	10.47	12.20	12.06	12.26	12.13
營業利益率	3.26	4.29	5.88	5.20	3.57	2.49	4.05	3.65	6.37	5.74	6.07	5.58
稅前純益率	3.95	4.96	6.20	3.65	7.53	2.69	3.42	6.96	6.27	5.61	5.96	7.28
稅後純益率	3.45	4.10	5.15	2.82	6.85	2.04	2.59	6.11	5.20	4.66	4.94	6.04
YoY(%)												
營收	36.56	35.84	15.13	29.63	36.71	45.96	24.21	30.91	43.66	21.98	27.04	13.38
營業利益	40.58	78.52	57.90	94.13	32.03	289.54	73.25	-8.21	156.66	180.59	90.59	73.36
稅前純益	71.28	70.47	43.92	22.39	166.93	478.66	40.47	149.70	19.53	154.79	121.39	18.70
稅後純益	83.34	61.59	44.63	9.99	189.71	426.85	19.37	183.27	9.07	179.03	142.86	12.14
QoQ(%)												
營收				-2.25	9.82	8.31	6.83	3.02	20.52	-8.03	11.26	-8.06
營業利益				75.18	-24.71	-24.21	73.33	-7.19	110.52	-17.15	17.74	-15.58
稅前純益				17.90	126.90	-61.38	35.97	109.59	8.61	-17.68	18.14	12.38
稅後純益				2.56	166.51	-67.82	35.73	143.37	2.61	-17.68	18.14	12.38

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	2009	2010	3Q11
流動資產	701	1,025	1,092
現金及約當現金	31	114	19
公平價值變動列入損益-金融資產	0	0	0
備供出售金融資產-流動	14	0	1
以成本衡量之金融資產-流動	0	0	0
存貨	233	338	370
基金及投資	338	335	351
固定資產	434	538	716
無形資產	3	2	2
其他資產	13	9	6
資產總計	1,489	1,909	2,168
流動負債	492	684	906
長期負債	69	94	52
其他負債	14	12	14
負債總計	575	790	972
股本	607	728	746
普通股股本	607	728	746
資本公積	10	82	93
保留盈餘	308	353	377
庫藏股票	-8	-8	-8
股東權益	914	1,120	1,195
每股淨值(元)	15.06	15.42	16.02
流動比率(%)	142.45	149.69	120.54
速動比率(%)	95.15	100.22	79.71
應收帳款週轉率(%)	416.00	492.00	120.65
負債比率(%)	38.60	41.36	44.86
稅後股東權益報酬率(%)	4.82	7.90	9.05

資料來源：CMoney、JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2009	2010	3Q11
稅後純益	44	80	81
折舊及攤提費用	37	26	18
權益法之投資收益	0	-42	-17
權益法之投資損失	0	0	0
權益法之現金股利	0	22	22
處分短期投資損益	0	0	0
處分固定資產損益	0	0	0
處分長期投資損益	0	2	0
應收帳款增減	8	-135	-122
存貨增減	-26	-111	-34
應付帳款增減	74	74	49
營業活動現金流量	145	-93	2
出售短期投資價款	0	0	0
出售長期投資價款	0	0	0
長期投資增減	-41	-3	0
處分固定資產價款	0	0	0
購置固定資產	-10	-112	-198
投資活動現金流量	6	-102	-200
現金增資	0	0	0
支付現金股利	-18	-12	-57
支付董監酬勞及員工紅利	0	0	0
短期借款增減	70	142	210
長期借款增減	-204	-46	-49
公司債發行	0	195	0
公司債償還	-111	0	0
理財活動現金流量	-154	279	104
淨現金流量	-3	83	-95

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	首次評等潛在報酬率>40%
買進	首次評等潛在報酬率 20%~40%
中立	近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等 建議降低持股