

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2239 TT 英利-KY	買進 目標價 187	英利-KY的投資評等由持有調升至買進，目標價187元，潛在漲幅19.87%，主要理由如下： (1) 原材料價格下滑加上人民幣止貶回升，2H17獲利狀況可望明顯轉佳； (2) 2H17展望樂觀，目前評價相對偏低，評價給予2017年EPS 11.7元及PER 16X。

研究員 史聖國  
 linus@jsun.com

重點摘要

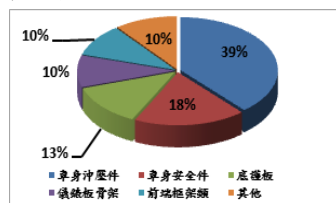
近期投資評等

08/17/2017	買進
05/16/2017	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(08/16/2017)	156.00
股本(百萬元)	1,100
總市值(億元)	171.6
每股淨值(元)	79.94
外資持股比(%)	83.35
投信持股比(%)	0.87
近20日均量(張)	386
融資餘額(08/16/2017)	1,827

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **2Q17營運表現低於預期：**受到中國新車銷售成長趨緩，加上鋼材價格雖有回落但仍位於相對高檔等影響，英利2Q17的營運表現低於預期，營收44.25億元(YoY+8.56%)，毛利率19.82%較1Q17的20.8%滑落，營業利益4.57億元(YoY-23.85%)，稅後淨利2.5億元(YoY-22.22%)，EPS 2.27元；整體而言，1H17受到匯損、鋼價上漲及一汽大眾執行網綁降價等影響，整體獲利表現低於預期。
- ◆ **持續開發一汽大眾以外的客戶：**一汽大眾為英利最大客戶，隨著北京奔馳等其他客戶的比重持續增加，一汽大眾的營收佔比已從2013年的81.16%持續下降至2Q17的49.62%，不過預期在2020年之前一汽大眾仍會是英利最大的客戶，而北京奔馳仍將是穩定成長的主要客戶，另外近期成長幅度較大的客戶為吉利與Volvo，預期2018年營收比重將達10%以上，將取代上汽大眾成為公司第三大客戶，加上上汽通用五菱的新訂單挹注，將帶動2017年營收維持2位數百分比的成長。
- ◆ **2H17展望不悲觀，營運成長動能可望轉佳：**展望2H17，由於07/2017中國汽車產量開始回溫，3Q17可望淡季不淡，加上近期鋼價及油價都呈現下跌，鋼材價格遞延效應約2-3季的時間，材料成本的下跌會反應在2H17的毛利率上，且人民幣近期匯率止貶回升，也都有利於整體獲利的改善，預估營運狀況將會優於1H17，在Audi、Volvo(2H17較1H17成長10%~20%)及北京奔馳(2H17較1H17成長10%~15%)等各大客戶訂單持續增加的帶動之下，預期全年營收將維持2位數百分比的成長，配合毛利率的回升，獲利成長動能可望逐步轉佳，2018年營運成長可期，預估2017年EPS 11.7元，目前PER約13X評價相對偏低，投資評等由持有調升至買進，評價給予2017年EPS 11.7元及PER 16X，目標價187元。

單位:百萬元	2016	2017F	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F
營業收入淨額	15,582	18,295	4,583	4,242	4,425	4,439	5,190	4,930
營業毛利	3,411	3,816	917	883	877	957	1,100	1,052
營業利益	1,852	2,115	394	515	457	534	609	574
稅後純益	1,255	1,287	267	248	250	368	421	386
稅後 EPS (元)	11.41	11.70	2.43	2.25	2.27	3.35	3.83	3.51
毛利率(%)	21.89	20.86	20	20.8	19.82	21.56	21.19	21.33
營業利益率(%)	11.89	11.56	8.59	12.13	10.32	12.04	11.74	11.64
稅後純益率(%)	8.05	7.03	5.84	5.84	5.64	8.29	8.12	7.83
營業收入 YoY/QoQ (%)	36	17.41	18.91	-7.43	4.31	0.31	16.92	-5
營業利益 YoY/QoQ (%)	52.76	14.19	-6.63	30.73	-11.3	17	14.03	-5.76
稅後純益 YoY/QoQ (%)	80.67	2.55	6.88	-7.36	0.72	47.53	14.47	-8.33

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **公司簡介**

英利成立於1991年，初期是以汽車安全帶為主要產品，目前為中國OE汽車零組件廠，主要產品為金屬汽車零組件、非金屬汽車零組件及模具，業務遍佈中國包括吉林省、遼寧省、天津市、江蘇省、四川省、湖南省及廣東省等7個省市。以銷售地區別來看，中國地區內銷佔100%的比重。英利的主要客戶包括賓士、奧迪、大眾、GM、Jaguar、Land Rover、BMW及Volvo等車廠，其中一汽大眾為英利最大客戶，2013年及2014年佔營收比重分別為81.16%及78.73%。近年來持續加強賓士、BMW、Volvo及中國自主車廠的合作關係，隨著客戶結構的擴大，2Q17一汽大眾的比例已降至49.62%，隨著北京奔馳等其他客戶的比重持續增加，預期一汽大眾的營收佔比還會持續下降，降低單一客戶集中度過高的疑慮。

表一、英利主要客戶營收比重

客戶	銷售佔比				
	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
一汽大眾	69.23%	65.75%	63.58%	53.28%	49.62%
北京奔馳	13.80%	17.44%	18.60%	20.92%	22.97%
浙江遠景	0.31%	0.39%	0.91%	4.68%	5.19%
一汽驕車	1.11%	0.85%	0.82%	3.64%	2.75%
上汽大眾	2.98%	3.02%	2.85%	1.83%	2.33%
其他	12.57%	12.55%	13.24%	15.65%	17.14%

資料來源：英利

由於一汽大眾分別於2017年在青島及2018年在天津進行擴產，預計產能將增加60萬台，因此訂單量還是會增加，預期在2020年之前一汽大眾仍會是英利最大的客戶，至於北京奔馳仍將是穩定成長的主要客戶，2Q17營收比重已持續增加至22.97%；近期成長幅度較大的客戶為吉利與Volvo，預期2018年營收比重將達10%以上，將取代上汽大眾成為公司第三大客戶，另外2018年成長較大的客戶是上汽通用五菱，已取得前端框架產品的訂單，未來2年內有可能成為第三大或是第四大的客戶，至於BMW目前出小型SUV用的沖壓件，由於只有10個零件，整體營收貢獻仍低，預計2017年底會有新訂單。

英利的主要產品可分為金屬件與非金屬件，2Q17的比例分別為67.28%與26.27%，金屬件包括為車身沖壓件、儀錶板骨架及車身安全件等，非金屬件則包括底護板、前端框架、備胎倉、輪罩、電瓶托盤及門板等產品。英利專注於高強度的儀錶板骨架、玻璃纖維熱塑零件、車身金屬沖壓滾壓件等產品的研發，現階段已開發和開發中儀錶板骨架數量持續增加，一汽大眾Audi所有系列的儀錶板骨架皆為英利所生產，目前已批量和開發中的非金屬產品已涵蓋80多款車型。

表二、英利產品比重

產品別	2015		2016		2Q17	
	比重	毛利率	比重	毛利率	比重	毛利率
金屬件	65.21%	17.93%	67.53%	21.96%	67.28%	19.21%
非金屬件	33.48%	21.56%	30.17%	20.76%	26.27%	21.49%
模具及其他	1.31%	48.72%	2.30%	34.81%	6.45%	26.89%
合計	100%	19.54%	100%	21.89%	100%	20.80%

資料來源：英利

◆ **2Q17 營運表現低於預期**

受到中國新車銷售成長趨緩，加上鋼材價格雖有回落但仍位於相對高檔等影響，英利2Q17的營運表現低於預期，營收44.25億元(YoY+8.56%)，毛利率19.82%較1Q17的20.8%滑落，營業利益4.57億元(YoY-23.85%)，稅後淨利2.5億元(YoY-22.22%)，EPS2.27元；整體而言，1H17受到匯損、鋼價上漲及一汽大眾執行網綁降價等影響，整體獲利表現低於預期。

◆ **持續進行整合及多角化經營**

英利在中國市場經營已超過20年，先後成立了多家子公司及合資公司，生產據點遍布中國各大汽車重鎮，並與中鋼(2002)及健和興(3003)合資成立宏利，進軍熱沖壓件市場，由英利負責業務及生產。熱沖壓鋼材的產品可在維持相同安全性的條件下達到輕薄的要求，符合汽車車身朝向輕量化發展的趨勢，未來成長空間相當大。

英利最大的競爭優勢在於玻纖複合材(GMT，玻璃纖維增強熱塑性複合材料)產品的製程及技術，由於一汽大眾積極導入玻纖複合材產品，且英利持續強化在複合材料領域的競爭力，使英利成為中國此產品的領導廠商，加上新能源車對複合材料的需求持續增加，將是帶動後續營運成長的動力來源。

另外，英利持續擴大多方面的投資，比如投資寧波茂祥、台州茂齊，強化焊接及沖壓技術，投資浙江杉盛，掌握玻璃纖維增強塑膠製品、碳纖維複合材料等技術，投資荷蘭Kranendonk公司，跨入機器人市場並可節省機器人採購成本等，未來將會持續進行上下游整合、異業結合及多角化經營，目前仍持續在評估多個投資案。

◆ **網綁降價影響 2017 年獲利，2H17 成長動能可望轉佳**

2017年受到一汽大眾執行網綁降價約8千萬元人民幣的影響，全年獲利的成長相對受限，為1H17獲利呈現衰退的主因之一，展望2H17，由於07/2017中國汽車產量開始回溫，3Q17可望淡季不淡，加上近期鋼價及油價都呈現下跌，鋼材價格遞延效應約2-3季的時間，材料成本的下跌會反應在2H17的毛利率上，且人民幣近期匯率止貶回升，也都有利於整體獲利的改善，預估營運狀況將會優於1H17，在Audi、Volvo(2H17較1H17成長10-20%)及北京奔馳(2H17較1H17成長10-15%)等各大

2017年8月17日

客戶訂單持續增加的帶動之下，預期全年營收將維持 2 位數百分比的成長，配合毛利率的回升，獲利成長動能可望逐步轉佳，2018 年營運成長可期，預估 2017 年 EPS 11.7 元，目前 PER 約 13X 評價相對偏低，投資評等由持有調升至買進，評價給予 2017 年 EPS 11.7 元及 PER 16X，目標價 187 元。

**PE Band**



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

**投資評等與股價走勢圖**



**近期投資評等**

推薦日期	投資評等	目標價
20170817	買進	187.0
20170516	持有	189.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年8月17日

**損益表**

單位：百萬元	2015	2016	2017F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F
營業收入淨額	11,457	15,582	18,295	3,070	4,076	3,854	4,583	4,242	4,425	4,439	5,190	4,930
營業毛利	2,248	3,411	3,816	729	980	785	917	883	877	957	1,100	1,052
營業費用	1,035	1,559	1,701	293	380	363	523	368	420	423	490	478
營業利益	1,212	1,852	2,115	437	600	422	394	515	457	534	609	574
營業外收支	117	-128	-186	-12	-33	-58	-25	-98	-26	-30	-32	-45
稅前純益	1,329	1,724	1,929	425	567	364	368	417	431	504	577	529
稅後純益	694	1,255	1,287	332	406	250	267	248	250	368	421	386
最新股本	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
稅後 EPS(元)	6.31	11.41	11.70	3.01	3.69	2.27	2.43	2.25	2.27	3.35	3.83	3.51
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	19.62	21.89	20.86	23.76	24.04	20.37	20	20.8	19.82	21.56	21.19	21.33
營業利益率	10.58	11.89	11.56	14.23	14.71	10.94	8.59	12.13	10.32	12.04	11.74	11.64
稅前純益率	11.6	11.06	10.54	13.83	13.91	9.44	8.04	9.82	9.73	11.36	11.12	10.73
稅後純益率	6.06	8.05	7.03	10.8	9.95	6.49	5.84	5.84	5.64	8.29	8.12	7.83
<b>YoY(%)</b>												
營收	-14.63	36	17.41	28.16	27.5	43.61	44.05	38.2	8.56	15.17	13.25	16.22
營業利益	-12.67	52.76	14.19	64.64	100	63.27	1.26	17.86	-23.85	26.67	54.71	11.53
稅前純益	-14.05	29.71	11.88	32.87	107.53	22.48	-16.11	-1.86	-24.07	38.59	56.65	26.98
稅後純益	-39.18	80.67	2.55	--	81.2	12.51	-16.3	-25.28	-38.47	47.12	57.57	55.91
<b>QoQ(%)</b>												
營收				-3.51	32.78	-5.45	18.91	-7.43	4.31	0.31	16.92	-5
營業利益				12.32	37.29	-29.67	-6.63	30.73	-11.3	17	14.03	-5.76
稅前純益				-3.34	33.56	-35.84	1.28	13.08	3.33	17.11	14.47	-8.33
稅後純益				3.78	22.31	-38.3	6.88	-7.36	0.72	47.53	14.47	-8.33

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	2015	2016	2Q17
流動資產	6,932	10,313	10,773
現金及約當現金	687	1,294	1,865
公允價值衡量金融資產	--	0	1
備供出售金融資產	--	0	37
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	2,241	3,089	3,095
非流動資產	7,681	10,358	11,750
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	4,870	6,769	7,273
無形資產	75	241	912
資產總計	14,613	20,671	22,523
流動負債	6,686	8,639	9,020
短期借款	2,032	2,029	2,306
非流動負債	747	2,165	3,331
負債總計	7,433	10,804	12,351
股本	1,000	1,100	1,100
普通股股本	1,000	1,100	1,100
資本公積	5,600	6,980	7,054
保留盈餘	694	1,509	1,550
庫藏股票	--	--	--
股東權益	7,181	9,867	10,173
每股淨值(元)	71.81	79.85	78.2
流動比率(%)	103.69	119.38	119.44
速動比率(%)	61.93	74.32	76.96
應收帳款週轉率(%)	4	4.17	1.09
負債比率(%)	50.86	52.27	54.83
稅後股東權益報酬率(%)	10.41	15.72	2.9

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
繼續營業單位稅前損益	1,329	1,724	847
折舊及攤提費用	412	471	350
利息費用	97	108	122
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	-156	-57	7
處分不動產、廠房及設備	-7	12	1
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	400	--	86
存貨增減	-10	12	28
應付帳款增減	-361	225	-583
<b>營業活動現金流量</b>	<b>116</b>	<b>1,655</b>	<b>933</b>
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	-480	--
取得不動產、廠房及設備	-1,091	-1,236	-991
處分不動產、廠房及設備	49	94	13
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-656</b>	<b>-2,570</b>	<b>-1,867</b>
短期借款增減	3,764	-750	324
長期借款增減	0	1,154	291
公司債發行	--	--	1,100
公司債償還	--	--	--
現金增資	0	1,470	0
發放現金股利	0	-440	--
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>679</b>	<b>1,239</b>	<b>1,648</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>194</b>	<b>608</b>	<b>571</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2017年8月17日

## 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	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股