

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1710 TT 東聯	買進 目標價 32	東聯的投資評等為買進，目標價32元，潛在空間18.08%，主要理由如下： (1) 目前利差轉正，預期上游乙烯供過於求，EG供給尚有缺口，有利未來利差表現； (2) 公司產能增加，獲利能力轉佳，以過往PBR高值2X評價。

研究員 林子楹
 Satinlin@jsun.com

重點摘要

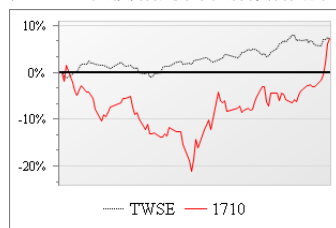
近期投資評等

日期	評等
07/17/2017	買進

公司基本資料

收盤價(元)(07/14/2017)	27.10
股本(百萬元)	8,857
總市值(億元)	240
每股淨值(元)	20.46
外資持股比(%)	7.40
投信持股比(%)	0.36
近 20 日均量(張)	4,105
融資餘額(07/14/2017)	18,654

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **公司簡介：**東聯為遠東集團中的MEG及特用化學品生產商，2017營收結構-EG69%、特化24%、氣體7%；營業利益結構-EG71%、特化14%、氣體15%。主要生产基地位於台灣高雄及大陸揚州，產能狀況分別為：台灣- EG35萬噸、特化22萬噸(EOD 8萬噸、碳酸乙烯酯(EC)6萬噸、乙醇胺(EA)8萬噸)；大陸- EG50萬噸(占比50%)、特化11萬噸(EOD7萬噸、乙醇胺(EA)4萬噸)；主要原料為乙烯，購自中油管線及遠洋進口。
- ◆ **06/2017乙炔與EG報價利差轉正：**2016年全球EG需求量2700萬噸，主要應用為POY 53%、PET 30%、聚酯薄膜5%、抗凍劑8%、工業4%、中國約佔一半的需求量，2016年需求有1,300萬噸，然生產加進口只有1,200萬噸，所以12/2016庫存下降至45萬噸左右，導致1Q17補庫存的動能轉強，目前中國華東庫存量仍在平均水準之下，僅49.6萬噸，利差由4Q16至1Q17由負轉正，04~05/2017雖因中國進口量增加造成供需失衡，利差轉負，然06/2017乙炔與EG報價已逐漸反轉，利差轉正並擴大，加上預期乙炔每年供給的增長大約是在6%，然需求的部分每年僅4%~5%的成長，而EG中國內部自給率還不到40%，大陸缺口還是存在，印度新產能原預計2Q17遞延至3Q17，主因上游裂解廠尚未開出，且近期開始為用油旺季，2H17油價持平緩漲皆有利於利差表現，預期至1Q18利差可望維持正向，有利東聯獲利能力。
- ◆ **利差擴大有利公司獲利：**預期2Q17雖受利差反轉影響東聯毛利率表現，然目前利差轉正，開始進入用油旺季，對EG報價有利；東聯2Q16新增揚州廠，然受利差下降影響2016年獲利虧損，目前揚州產能利用率滿載，且利差正向，有利獲利表現，加上獲利能力高的氣體事業部擴充產能，預估今年獲利由虧轉盈，EPS 1.8元。

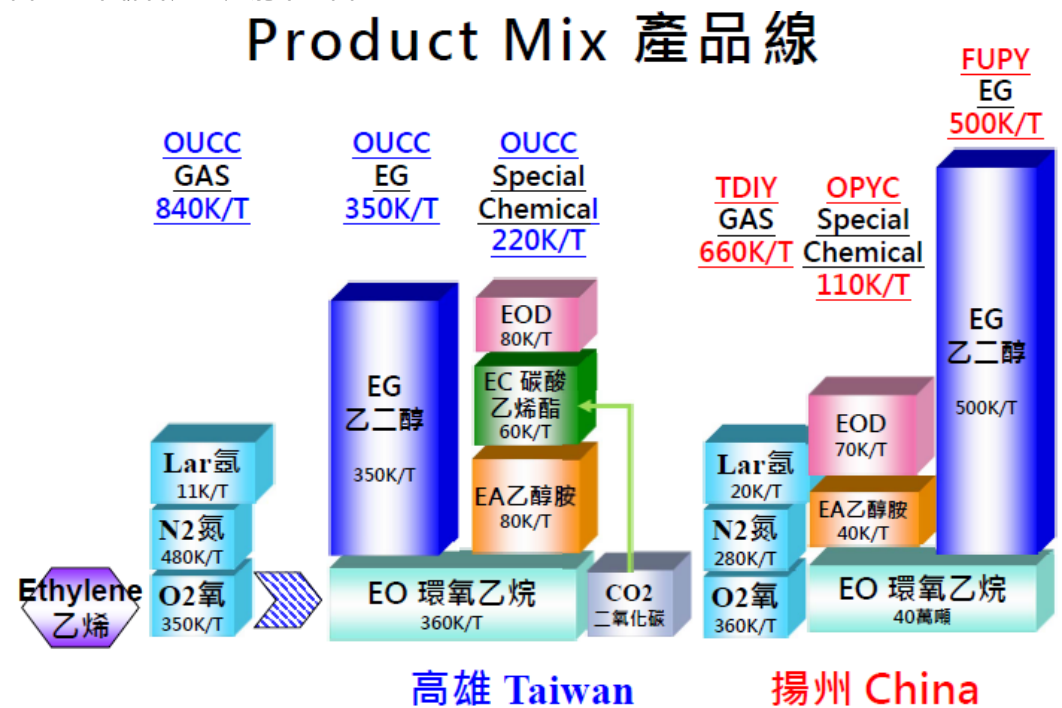
單位:百萬元	2016	2017F	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F
營業收入淨額	19,531	27,346	6,914	7,116	6,632	6,841	6,756	6,898
營業毛利	955	5,108	794	1,394	1,072	1,391	1,251	835
營業利益	139	4,273	538	1,182	866	1,179	1,046	628
稅後純益	-562	1,598	61	453	296	457	392	195
稅後 EPS (元)	-0.63	1.80	0.07	0.51	0.33	0.52	0.44	0.22
毛利率(%)	4.89	18.68	11.49	19.59	16.16	20.33	18.52	12.11
營業利益率(%)	0.71	15.63	7.77	16.61	13.06	17.23	15.48	9.11
稅後純益率(%)	-2.88	5.84	0.89	6.36	4.47	6.68	5.8	2.83
營業收入 YoY/QoQ (%)	40.26	40.01	31.55	2.93	-6.8	3.15	-1.25	2.1
營業利益 YoY/QoQ (%)	-73.93	2,965.94	--	119.95	-26.73	36.09	-11.28	-39.91
稅後純益 YoY/QoQ (%)	--	--	--	638.75	-34.59	54.26	-14.31	-50.08

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回測 EPS

◆ 公司簡介

東聯為遠東集團中的MEG及特用化學品生產商，2017營收結構-EG69%、特化24%、氣體7%；營業利益結構-EG71%、特化14%、氣體15%。主要生產基地位於台灣高雄及大陸揚州，產能狀況分別為：台灣- EG35萬噸、特化22萬噸(EOD 8萬噸、碳酸乙烯酯(EC)6萬噸、乙醇胺(EA)8萬噸)；大陸- EG50萬噸(占比50%)、特化11萬噸(EOD7萬噸、乙醇胺(EA)4萬噸)；主要原料為乙烯，購自中油管線及遠洋進口。

圖一、東聯各產品產能示意圖：

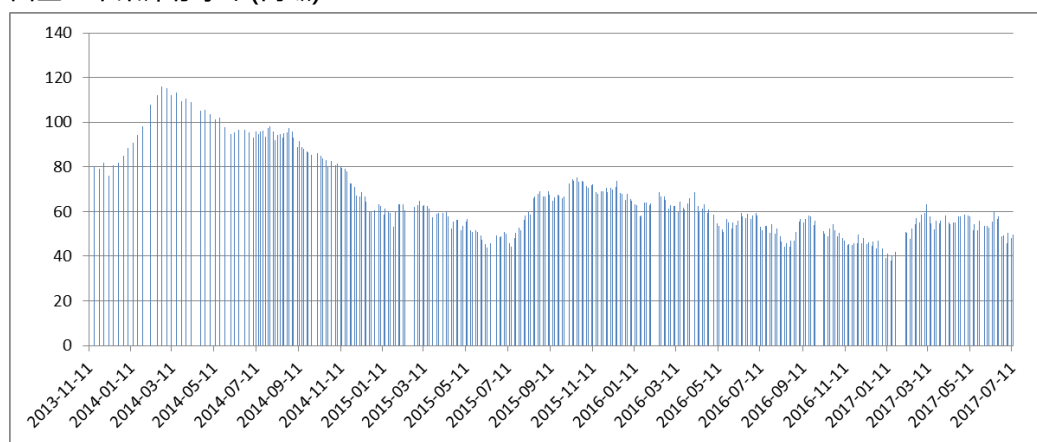


資料來源：東聯

◆ 06/2017 乙烯與EG報價利差轉正

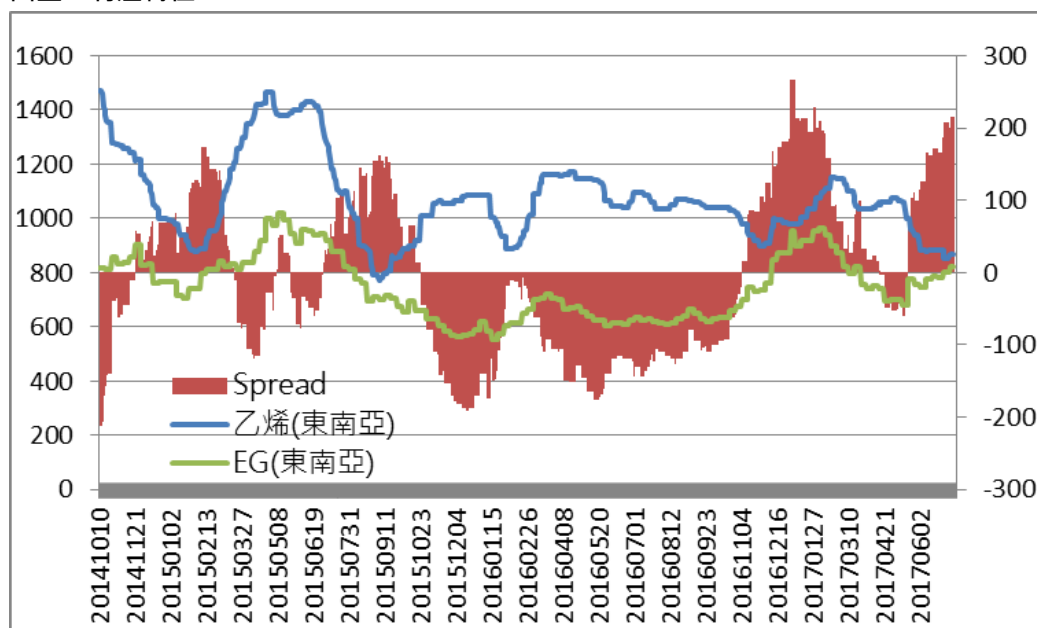
2016年全球EG需求量2700萬噸，主要應用為POY 53%、PET 30%、聚酯薄膜5%、抗凍劑8%、工業4%、中國約佔一半的需求量，2016年需求有1,300萬噸，然生產加進口只有1,200萬噸，所以12/2016庫存下降至45萬噸左右，導致1Q17補庫存的動能轉強，目前中國華東庫存量仍在平均水準之下，僅49.6萬噸，利差由4Q16至1Q17由負轉正，04~05/2017雖因中國進口量增加造成供需失衡，利差轉負，然06/2017乙烯與EG報價已逐漸反轉，利差轉正並擴大，加上預期乙烯每年供給的增長大約是在6%，然需求的部分每年僅4%~5%的成長，而EG中國內部自給率還不到40%，大陸缺口還是存在，印度新產能原預計2Q17遞延至3Q17，主因上游裂解廠尚未開出，且近期開始為用油旺季，2H17油價持平緩漲皆有利於利差表現，預期至1Q18利差可望維持正向，有利東聯獲利能力。

圖二、華東庫存水準(萬噸)



資料來源：Wind、日盛投顧

圖三、利差轉佳



資料來源：Cmoney、日盛投顧

◆ 利差擴大有利公司獲利

預期 2Q17 雖受利差反轉影響東聯毛利率表現，然目前利差轉正，開始進入用油旺季，對 EG 報價有利；東聯 2Q16 新增揚州廠，然受利差下降影響 2016 年獲利虧損，目前揚州產能利用率滿載，且利差正向，有利獲利表現，加上獲利能力高的氣體事業部擴充產能，預估今年獲利由虧轉盈，EPS 1.8 元。

PB 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
20170717	買進	32.0
20160304	中立	23.5
20150529	持有	29.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年7月17日

損益表

單位：百萬元	2015	2016	2017F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F
營業收入淨額	13,924	19,531	27,346	3,436	3,926	5,256	6,914	7,116	6,632	6,841	6,756	6,898
營業毛利	1,361	955	5,108	224	-29	-34	794	1,394	1,072	1,391	1,251	835
營業費用	826	816	835	180	187	191	257	212	206	212	205	207
營業利益	535	139	4,273	44	-217	-225	538	1,182	866	1,179	1,046	628
營業外收支	-880	-870	-1,081	-203	-181	-243	-242	-239	-280	-300	-263	-252
稅前純益	-345	-730	3,192	-159	-397	-469	295	943	587	879	783	376
稅後純益	-120	-562	1,598	-95	-243	-285	61	453	296	457	392	195
最新股本	8,857	8,857	8,857	8,857	8,857	8,857	8,857	8,857	8,857	8,857	8,857	8,857
稅後 EPS (元)	-0.14	-0.63	1.80	-0.11	-0.27	-0.32	0.07	0.51	0.33	0.52	0.44	0.22
經營效率(%)												
毛利率	9.77	4.89	18.68	6.53	-0.75	-0.65	11.49	19.59	16.16	20.33	18.52	12.11
營業利益率	3.84	0.71	15.63	1.28	-5.52	-4.29	7.77	16.61	13.06	17.23	15.48	9.11
稅前純益率	-2.48	-3.74	11.67	-4.64	-10.12	-8.92	4.27	13.25	8.84	12.85	11.59	5.45
稅後純益率	-0.86	-2.88	5.84	-2.76	-6.2	-5.42	0.89	6.36	4.47	6.68	5.8	2.83
YoY(%)												
營收	-1.43	40.26	40.01	20.97	-3.55	47.02	101.03	107.14	68.95	30.17	-2.29	-3.07
營業利益	38.34	-73.93	2,965.94	18.22	-66.9	77.51	--	2,598.01	--	--	94.57	-46.85
稅前純益	--	--	--	357.5	-63.37	--	--	--	--	--	165.21	-60.14
稅後純益	--	--	--	11.51	-62.49	--	--	--	--	--	538.72	-56.84
QoQ(%)												
營收				-0.11	14.26	33.89	31.55	2.93	-6.8	3.15	-1.25	2.1
營業利益				--	294.31	--	--	119.95	-26.73	36.09	-11.28	-39.91
稅前純益				--	--	--	--	219.39	-37.8	49.81	-10.88	-52
稅後純益				--	--	--	--	638.75	-34.59	54.26	-14.31	-50.08

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	1Q17
流動資產	8,630	6,701	6,703
現金及約當現金	2,640	1,446	1,190
公允價值衡量金融資產	47	42	55
備供出售金融資產	60	60	61
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	2,177	1,807	2,125
非流動資產	29,524	28,378	27,469
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	17,760	17,420	16,800
無形資產	28	28	26
資產總計	38,154	35,079	34,172
流動負債	8,101	9,025	8,766
短期借款	5,588	6,400	6,349
非流動負債	12,234	10,095	9,014
負債總計	20,334	19,119	17,780
股本	8,857	8,857	8,857
普通股股本	8,857	8,857	8,857
資本公積	1,352	916	916
保留盈餘	4,499	3,888	4,341
庫藏股票	-188	-188	-188
股東權益	17,820	15,960	16,393
每股淨值(元)	17.24	15.45	15.76
流動比率(%)	106.54	74.25	76.47
速動比率(%)	77.26	50.14	45.28
應收帳款週轉率(%)	8.34	11.82	4.25
負債比率(%)	53.3	54.5	52.03
稅後股東權益報酬率(%)	-0.76	-3.94	3.33

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	1Q17
繼續營業單位稅前損益	-345	-730	943
折舊及攤提費用	619	866	258
利息費用	85	274	82
股利收入	-89	-73	--
權益法認列關聯企業損益	607	542	125
處分不動產、廠房及設備	2	0	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	285	-287	-140
應收帳款增減	116	-398	125
存貨增減	-1,059	432	-312
應付帳款增減	767	-200	-8
營業活動現金流量	234	1,042	512
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	0	--
取得不動產、廠房及設備	-17	-297	-4
處分不動產、廠房及設備	0	1	2
投資活動現金流量	-3,755	-1,219	-84
短期借款增減	1,272	1,210	323
長期借款增減	2,735	-1,692	-927
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-872	-436	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	3,077	-906	-614
淨現金流量	-427	-1,194	-256

資料來源：CMoney · JS 預估

2017年7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