

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
9937 TT	中立	全國的投資評等為中立，目標價42.5元，主要理由如下：
全國	目標價	(1) 2018年受惠油價上漲，獲利提升，惟後續油價上漲不易，2019年獲利恐將衰退；
	42.5	(2) 目前評價位於區間中緣，並無偏低。

研究員 詹其璋

LouisChan@jsun.com

重點摘要

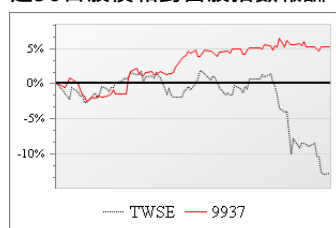
近期投資評等

日期	評等
10/30/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(10/29/2018)	40.05
股本(百萬元)	3,090
總市值(億元)	123.8
每股淨值(元)	14.51
外資持股比(%)	1.81
投信持股比(%)	0.09
近 20 日均量(張)	23
融資餘額(10/29/2018)	103

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **公司簡介：**全國主要係經營加油站業務，目前共有107站(含1站整修停業中)，產品以汽、柴油及周邊油品銷售以及洗車服務，01~09/2018營收比重汽柴油99%，其他(勞務及禮品收入等)1%，以發油量來看，排名第二，市占率約6.57%，主要供油廠商為台塑石化。整修停業之站點預計於年底恢復營運，且公司亦規劃在中南部都會圈開設4座新站。
- ◆ **受惠油價上調，惟人事成本增加壓抑毛利率表現：**3Q18營收60.3億元，YoY+21.1%，累積01~09/2018營收170億元，YoY+17.7%，營收成長主要係因反應國際油價走勢，國內汽柴油價格逐漸上調，但因基本工資調漲以及一例一休影響，1H18毛利率持平表現，稅後純益3.81億元，YoY+33.2%，稅後EPS 1.23元，預期3Q18毛利率維持1H18水準，YoY-1.12ppts，稅後純益21.0億元，YoY+1.4%，稅後EPS 0.68元。
- ◆ **持續佈局自助加油、會員制以及多角化經營：**為減少人事成本，全國積極推廣自助加油，目前107站中有105站設有自助加油機，並且透過會員制自助加油的降價優惠綁定顧客，目前自助加油站營收大約3~4成左右，且多為會員客戶，與人工加油相比雖單價較低，但毛利率較高，長期目標係發展全自助加油站。另外，全國站點多設於都會區周邊，2017年通過「加油站設置管理規則」第二十五條修正案，加油站內得兼營20平方米以內之商店，公司目前在評估進駐商家，希望以出租場地方式多角化經營。
- ◆ **2019年油價上漲不易，營運表現有待觀察：**因美國將加速建置輸油管線，以及目前原油庫存逐漸升高，預期2019年油價下行風險較大，雖4座新站將於2019年陸續上線，但毛利率恐將下滑，不利於營運成長，預估2018/2019年稅後EPS 2.62/2.56元，當前評價位於區間中上緣，並無偏低，給予2019年PBR 2.3倍評價。

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	23,117	24,157	5,236	5,737	6,030	6,115	5,587	6,012
營業毛利	2,437	2,472	566	598	630	643	568	616
營業利益	903	914	187	218	235	264	179	229
稅後純益	810	790	182	199	210	218	163	191
稅後 EPS(元)	2.62	2.56	0.59	0.64	0.68	0.71	0.53	0.62
毛利率(%)	10.54	10.23	10.81	10.43	10.45	10.51	10.17	10.25
營業利益率(%)	3.91	3.78	3.57	3.79	3.9	4.31	3.2	3.81
稅後純益率(%)	3.5	3.27	3.47	3.47	3.49	3.57	2.92	3.18
營業收入 YoY/QoQ(%)	17.02	4.5	-1.27	9.56	5.11	1.4	-8.63	7.61
營業利益 YoY/QoQ(%)	32.46	1.22	-12.07	16.57	8.07	12.06	-32.16	28.13
稅後純益 YoY/QoQ(%)	17.8	-2.4	-6.13	9.51	5.63	3.65	-25.23	17.26

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

2018年10月30日

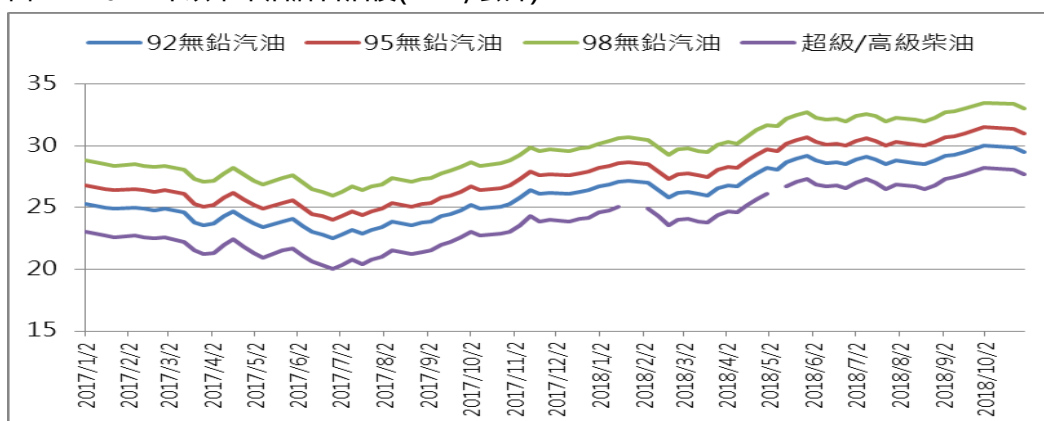
◆ 公司簡介：

全國主要係經營加油站業務，目前共有107站(含1站整修停業中)，產品以汽、柴油及周邊油品銷售以及洗車服務，01~09/2018營收比重汽柴油99%，其他(勞務及禮品收入等)1%，以發油量來看，排名第二，市占率約6.57%，主要供油廠商為台塑石化。整修停業之站點預計於年底恢復營運，且公司亦規劃在中南部都會圈開設4座新站。

◆ 受惠油價上調，惟人事成本增加壓抑毛利率表現：

3Q18營收60.3億元，YoY+21.1%，累積01~09/2018營收170億元，YoY+17.7%，營收成長主要係因反應國際油價走勢，國內汽柴油價格逐漸上調，但因基本工資調漲以及一例一休影響，1H18毛利率持平表現，稅後純益3.81億元，YoY+33.2%，稅後EPS 1.23元，預期3Q18毛利率維持1H18水準，YoY-1.12ppts，稅後純益21.0億元，YoY+1.4%，稅後EPS 0.68元。

圖一、2017年以來中油牌告油價(NTD/公升)



資料來源：中油、日盛投顧彙整

◆ 持續佈局自助加油、會員制以及多角化經營：

為減少人事成本，全國積極推廣自助加油，目前107站中有105站設有自助加油機，並且透過會員制自助加油的降價優惠綁定顧客，目前自助加油站營收大約3~4成左右，且多為會員客戶，與人工加油相比雖單價較低，但毛利率較高，長期目標係發展全自助加油站。另外，全國站點多設於都會區周邊，2017年通過「加油站設置管理規則」第二十五條修正案，加油站內得兼營20平方米以內之商店，公司目前在評估進駐商家，希望以出租場地方式多角化經營。

◆ 長期發展加油站將往大型化發展：

隨電動車發展以及新款車型油耗表現較佳，長期對加油站經營有不利因素，但公司認為經營效率較差之加油站陸續退出市場，加油站業者往大型化發展趨勢明確，與油商合約中訂有數量折扣，隨發油量越大可望壓低單位成本，且全國有40站是自有土地，共1.91萬坪，土地資產價值可觀。

◆ **2019年油價上漲不易，營運表現有待觀察：**

因美國將加速建置輸油管線，以及目前原油庫存逐漸升高，預期2019年油價下行風險較大，雖4座新站將於2019年陸續上線，但毛利率恐將下滑，不利於營運成長，預估2018/2019年稅後EPS 2.62/2.56元，當前評價位於區間中上緣，並無偏低，另外，近三年配發率約在9成左右，如維持此水準，目前現金殖利率可望約5.7%，給予2019年PBR 2.3倍評價。

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
20181030	中立	42.5

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	19,755	23,117	24,157	4,744	4,979	5,303	5,236	5,737	6,030	6,115	5,587	6,012
營業毛利	2,165	2,437	2,472	512	576	601	566	598	630	643	568	616
營業費用	1,483	1,534	1,558	361	389	389	379	381	395	379	389	387
營業利益	682	903	914	151	187	212	187	218	235	264	179	229
營業外收支	143	94	67	31	61	25	27	30	28	9	15	13
稅前純益	825	997	981	183	248	238	214	247	263	273	194	242
稅後純益	687	810	790	156	208	194	182	199	210	218	163	191
最新股本	3,090	3,090	3,090	3,090	3,090	3,090	3,090	3,090	3,090	3,090	3,090	3,090
稅後 EPS(元)	2.22	2.62	2.56	0.50	0.67	0.63	0.59	0.64	0.68	0.71	0.53	0.62
經營效率(%)												
毛利率	10.96	10.54	10.23	10.8	11.57	11.34	10.81	10.43	10.45	10.51	10.17	10.25
營業利益率	3.45	3.91	3.78	3.19	3.75	4	3.57	3.79	3.9	4.31	3.2	3.81
稅前純益率	4.18	4.31	4.06	3.85	4.98	4.48	4.08	4.31	4.36	4.46	3.48	4.03
稅後純益率	3.48	3.5	3.27	3.28	4.17	3.65	3.47	3.47	3.49	3.57	2.92	3.18
YoY(%)												
營收	9.29	17.02	4.5	0.76	9.34	11.6	10.74	20.93	21.11	15.3	6.7	4.8
營業利益	6.07	32.46	1.22	-25.37	57.93	45.88	42.06	43.87	25.93	24.13	-4.23	5.26
稅前純益	-1.8	20.85	-1.57	-17	12.65	10.56	36.35	35.5	6.13	14.73	-9.15	-2.19
稅後純益	-2.62	17.8	-2.4	-14.51	13.19	3.26	39.69	27.85	1.41	12.55	-10.35	-4.01
QoQ(%)												
營收				0.33	4.96	6.51	-1.27	9.56	5.11	1.4	-8.63	7.61
營業利益				15.11	23.46	13.69	-12.07	16.57	8.07	12.06	-32.16	28.13
稅前純益				16.53	35.71	-4.11	-10.08	15.8	6.29	3.65	-28.79	24.68
稅後純益				19.65	33.16	-6.6	-6.13	9.51	5.63	3.65	-25.23	17.26

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	2016	2017	2Q18
流動資產	824	1,707	2,196
現金及約當現金	378	1,140	1,643
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	252	340	321
非流動資產	6,913	7,046	7,246
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	3,823	3,919	4,063
無形資產	12	8	6
資產總計	7,737	8,753	9,442
流動負債	2,984	3,968	4,894
短期借款	880	0	0
非流動負債	63	62	63
負債總計	3,047	4,030	4,958
股本	3,090	3,090	3,090
普通股股本	3,090	3,090	3,090
資本公積	19	20	20
保留盈餘	1,566	1,634	1,454
庫藏股票	--	--	--
股東權益	4,690	4,723	4,484
每股淨值(元)	15.18	15.28	14.51
流動比率(%)	27.61	43.01	44.86
速動比率(%)	18.62	33.98	37.66
應收帳款週轉率(%)	135.43	112.84	40.01
負債比率(%)	39.38	46.04	52.51
稅後股東權益報酬率(%)	15.53	14.6	4.24

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	840	825	461
折舊及攤提費用	124	127	64
利息費用	13	5	0
股利收入	-17	-10	0
權益法認列關聯企業損益	0	-1	0
處分不動產、廠房及設備	0	2	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	-46	-46	23
存貨增減	-113	-89	19
應付帳款增減	-1	1	5
營業活動現金流量	949	2,562	759
公允價值衡量金融資產增減	0	0	-25
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	-4	0	--
取得不動產、廠房及設備	-114	-172	-188
處分不動產、廠房及設備	1	0	0
投資活動現金流量	114	-298	-256
短期借款增減	-420	-880	0
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-433	-618	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-1,015	-1,501	0
淨現金流量	48	762	503

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 10 月 30 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