

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2104 TT 中橡	持有  目標價 44.5	中橡的投資評等為持有，目標價44.5元，潛在漲幅12.1%，主要理由如下： (1) 3Q18電池部門獲利大增，隨著新產能大舉開出，獲利貢獻可望持續放大； (2) 惟近期碳黑價格已出現鬆動，油價下跌將進而壓抑碳黑產品的價格及毛利率。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

近期投資評等

日期	評等
11/20/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(11/19/2018)	39.70
股本(百萬元)	8,715
總市值(億元)	346
每股淨值(元)	26.99
外資持股比(%)	16.23
投信持股比(%)	0.84
近20日均量(張)	3,742
融資餘額(11/19/2018)	8,201

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **電池部門獲利大增，3Q18獲利優於預期：**中橡已更名為國際中橡投資控股，正式轉型為控股公司，3Q18受惠於碳黑市場供給持續吃緊，加上電池部門獲利較2Q18大幅好轉(能元科技1H18獲利0.36億元，1Q~3Q18獲利2.06億元)，帶動3Q18稅後淨利達10.2億元(YoY+63.84%、QoQ+24.49%)，EPS1.5元，累計1Q~3Q18稅後淨利26.34億元(YoY+36.6%)，EPS3.88元，整體獲利表現優於預期。
- ◆ **持續擴充鋰電池產能：**能元科技11/2018董事會已決議通過辦理減資彌補虧損及改善財務結構，減資金額為8.5億元，減資比率為28.21%，減資後中橡合併的持股比率由65.7%降至54.57%(直接持股49.65%)，能元科技並同時決議辦理現金增資3.5億股，中橡預計認購數量及金額不超過2.2億千股及22億元；能元科技的月產能已從2017年的250萬顆提升至目前的450萬顆，若增資後擴產進度順利，預計01/2019的月產能就能倍增至9百萬顆的規模，並已在台灣規劃設立每月1,800萬顆的新產能，以因應持續增加的訂單需求，新產線預計在2020年完成。
- ◆ **2019年營運展望樂觀：**展望2019年，在中國進行供給側改革大量淘汰製程落後的碳黑產能之後，碳黑市場的供需結構已大幅改善，中橡對於整體市況仍抱持樂觀的態度，加上電池部門的獲利貢獻可望隨著經濟規模的提升持續放大，不過要留意近幾個月碳黑的價格已經開始出現鬆動，且油價近期跌幅明顯擴大，勢將進一步壓抑碳黑的價格及毛利率；另外，中橡今年辦理現增1.8億股，加上除權配發1元股票股利，造成股本由62.86億元大幅膨脹近4成至87.14億元，短中期每股獲利將承壓，2018年的高基期將成為2019年營運成長的壓力，雖然電池部門的獲利可望持續提升，但碳黑業務的獲利恐遭壓縮，目前評價未偏低，投資評等為持有，評價給予2019年PBR 1.2倍。

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	24,412	24,537	5,435	6,195	6,519	6,263	6,160	6,289
營業毛利	6,672	6,539	1,511	1,766	1,774	1,621	1,618	1,669
營業利益	4,791	4,414	1,107	1,329	1,301	1,055	1,077	1,130
稅後純益	3,295	3,136	794	819	1,020	661	778	767
稅後 EPS(元)	3.78	3.60	0.91	0.94	1.17	0.76	0.89	0.88
毛利率(%)	27.33	26.65	27.8	28.5	27.21	25.89	26.27	26.54
營業利益率(%)	19.62	17.99	20.36	21.45	19.96	16.84	17.49	17.97
稅後純益率(%)	13.5	12.78	14.61	13.23	15.65	10.56	12.63	12.2
營業收入 YoY/QoQ(%)	21.37	0.51	3.12	13.98	5.23	-3.93	-1.64	2.1
營業利益 YoY/QoQ(%)	31.58	-7.87	35.13	20.07	-2.09	-18.93	2.16	4.9
稅後純益 YoY/QoQ(%)	44.94	-4.82	130	3.19	24.49	-35.18	17.64	-1.39

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	20,114	24,412	24,537	4,978	5,009	5,271	5,435	6,195	6,519	6,263	6,160	6,289
營業毛利	5,570	6,672	6,539	1,500	1,388	1,384	1,511	1,766	1,774	1,621	1,618	1,669
營業費用	1,929	1,882	2,125	433	536	565	405	437	473	567	541	539
營業利益	3,641	4,791	4,414	1,067	852	819	1,107	1,329	1,301	1,055	1,077	1,130
營業外收支	-76	-88	200	121	129	-226	-88	-16	125	-110	50	50
稅前純益	3,565	4,702	4,614	1,188	980	592	1,019	1,312	1,426	945	1,127	1,180
稅後純益	2,273	3,295	3,136	822	623	345	794	819	1,020	661	778	767
最新股本	8,714	8,714	8,714	8,714	8,714	8,714	8,714	8,714	8,714	8,714	8,714	8,714
稅後 EPS(元)	2.61	3.78	3.60	0.94	0.71	0.40	0.91	0.94	1.17	0.76	0.89	0.88
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	27.69	27.33	26.65	30.13	27.71	26.26	27.8	28.5	27.21	25.89	26.27	26.54
營業利益率	18.1	19.62	17.99	21.43	17.01	15.54	20.36	21.45	19.96	16.84	17.49	17.97
稅前純益率	17.73	19.26	18.8	23.87	19.57	11.24	18.75	21.18	21.88	15.08	18.3	18.77
稅後純益率	11.3	13.5	12.78	16.52	12.43	6.55	14.61	13.23	15.65	10.56	12.63	12.2
<b>YoY(%)</b>												
營收	26.59	21.37	0.51	25.37	20.98	30.12	11.91	24.46	30.16	18.82	13.34	1.52
營業利益	24.05	31.58	-7.87	79.08	2.87	-4.26	22.49	24.54	52.72	28.79	-2.63	-14.93
稅前純益	35.17	31.89	-1.88	175.06	15.83	-16.66	26.67	10.47	45.49	59.44	10.65	-10.08
稅後純益	54.55	44.94	-4.82	231.38	16.19	-10.31	64.31	-0.33	63.84	91.52	-2.04	-6.39
<b>QoQ(%)</b>												
營收				2.49	0.62	5.24	3.12	13.98	5.23	-3.93	-1.64	2.1
營業利益				18.09	-20.16	-3.86	35.13	20.07	-2.09	-18.93	2.16	4.9
稅前純益				47.7	-17.49	-39.56	71.96	28.82	8.67	-33.77	19.34	4.68
稅後純益				70.11	-24.26	-44.55	130	3.19	24.49	-35.18	17.64	-1.39

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	3Q18
流動資產	15,891	19,432	23,275
現金及約當現金	6,226	8,486	8,941
公允價值衡量金融資產	1,242	945	917
備供出售金融資產	2,021	2,327	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	1,955	2,268	3,243
非流動資產	15,040	16,911	20,265
公允價值衡量金融資產	--	0	1
不動產、廠房及設備	10,272	11,791	13,005
無形資產	725	530	504
資產總計	30,931	36,344	43,540
流動負債	6,978	8,967	11,583
短期借款	4,035	5,358	6,121
非流動負債	4,562	6,910	6,613
負債總計	11,540	15,877	18,195
股本	5,987	6,286	7,214
普通股股本	5,987	6,286	6,914
資本公積	3,695	3,714	3,865
保留盈餘	5,895	6,966	7,846
庫藏股票	-290	-290	-290
股東權益	19,391	20,467	25,345
每股淨值(元)	31.44	31.75	34.28
流動比率(%)	227.74	216.71	200.94
速動比率(%)	199.62	191.35	172.89
應收帳款週轉率(%)	4.82	4.85	1.13
負債比率(%)	37.31	43.69	41.79
稅後股東權益報酬率(%)	8.29	11.95	4.48

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	2,638	3,565	3,758
折舊及攤提費用	932	843	680
利息費用	307	293	254
股利收入	-214	-204	-210
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	18	45	70
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	-105	-44	5
應收帳款增減	-670	-1,032	-1,211
存貨增減	374	-482	-970
應付帳款增減	126	290	267
營業活動現金流量	2,017	2,608	1,435
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	-2,213	-3,418	-1,852
處分不動產、廠房及設備	15	0	7
投資活動現金流量	-1,938	-2,847	-2,383
短期借款增減	-1,006	1,614	945
長期借款增減	1,481	2,223	538
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-675	-881	-1,110
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-604	2,847	1,292
淨現金流量	-585	2,260	455

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	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