

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2101 TT 南港	持有 目標價 30	南港的投資評等為持有，目標價30元，潛在漲幅7.7%，主要理由如下： (1) 2019年營運將因低基期而高成長，但輪胎業供過於求不變，短期內難以恢復高獲利； (2) 東方明珠開發案潛在利潤可觀，惟短期內不會產生實質貢獻。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

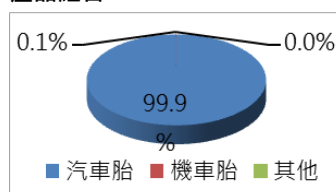
近期投資評等

日期	評等
02/25/2019	持有/中立
-	-
-	-

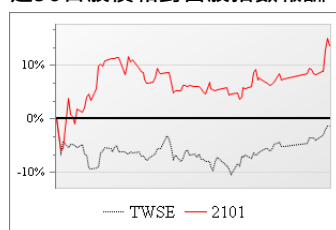
公司基本資料

收盤價(元)(02/22/2019)	27.85
股本(百萬元)	8,339
總市值(億元)	232.2
每股淨值(元)	12.39
外資持股比(%)	8.23
投信持股比(%)	0.61
近 20 日均量(張)	2,131
融資餘額(02/22/2019)	32,072

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	10,442	11,569	2,361	3,073	2,560	2,448	2,750	3,354
營業毛利	1,641	2,051	364	518	404	354	463	609
營業利益	431	831	74	201	99	58	145	291
稅後純益	200	568	31	131	25	13	94	206
稅後 EPS(元)	0.24	0.68	0.04	0.16	0.03	0.02	0.11	0.25
毛利率(%)	15.72	17.73	15.42	16.87	15.79	14.48	16.84	18.16
營業利益率(%)	4.13	7.18	3.13	6.53	3.88	2.35	5.29	8.67
稅後純益率(%)	1.91	4.91	1.31	4.26	0.98	0.53	3.43	6.13
營業收入 YoY/QoQ(%)	-7.81	10.8	-8.54	30.13	-16.69	-4.39	12.36	21.97
營業利益 YoY/QoQ(%)	-52.97	92.58	-59.51	171.44	-50.44	-42.04	152.53	99.97
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-68.45	184.42	-71.98	324.07	-80.88	-47.74	622.63	117.78

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

重點摘要

- ◆ **外部環境轉差，2018年獲利大幅衰退：**南港2018年的營運表現轉差，主要仍受到外部環境轉差的影響，除了中美貿易戰的紛擾之外，另外包括伊朗受到美國制裁，導致伊朗地區的客戶流失，加上美國客戶最大輪胎經銷商ATD(American Tire Distributors)的財務出問題，都導致南港的訂單及獲利受到直接衝擊，南港2018年營收104.42億元(YoY-7.81%)，自結合併營業利益4.31億元(YoY-52.67%)，稅前淨利3.39億元(YoY-58.89%)，獲利較2017年大幅下滑，整體營運表現低於預期。
- ◆ **新產品貢獻放大，毛利率可望持續回升：**南港近年來持續開發新產品及新應用市場，目前開發有成的新產品包括競技胎、電動車車胎、CUV/SUV胎及雪胎，2019年將用SUV胎及賽車胎等高利基產品來搶佔市場；4Q18的毛利率下滑至約14%，2018年全年毛利率約16%，不過產品組合優化配合生產效率提升，01/2019的毛利率已經回升至18%，由於歷來傳統營運旺季是從3月份開始，加上新產品的出貨及貢獻可望持續放大，有助於2Q19的毛利率持續翻揚，2019年的毛利率有機會較2018年改善。
- ◆ **東方明珠開發案2Q19動工，2019年營運預估雙位數成長：**東方明珠開發案位於南港廠舊廠區，基地面積9453坪，2Q19開始動工及公開銷售，預計4~4.5年之後完工，總銷金額上看800億元，潛在開發利益上看600億元以上。整體而言，由於全球輪胎業供過於求的狀況不變，南港2019年的獲利可望因為低基期而出現明顯好轉，但短期之內要恢復以往的高獲利水準難度偏高，雖然土地開發案的潛在利益可觀但短期不會產生實質貢獻，資本活化題材仍屬一次性的利多，在題材面利多褪去之後仍須回歸基本面，暫時給予南港持有的投資評等，後續觀察重點在輪胎本業的狀況以及東方明珠開發案的銷售單價及施工與銷售進度。

2019 年 2 月 25 日

◆ 公司簡介：

南港輪胎成立於 1959 年，為台灣歷史最悠久的輪胎製造商，目前為全球排名第 52 大的輪胎廠，南港與日系輪胎大廠 YOKOHAMA(橫濱輪胎)技術合作長達 30 年，奠定深厚的技術基礎，2007 年開始為世界一級輪胎大廠 ODM 代工，目前生產基地位於台灣新竹新豐廠(日產能 1.9 萬條)及中國江蘇省張家港廠(日產能 1.4 萬條)，主要產品包括全鋼絲輕卡車胎、轎車胎、雪地胎、RV 胎及大型重型機車胎，目前自有品牌比重約 15%，外銷市場佔比 91%(北美 40%、歐洲 35%)、中國 5%、台灣 4%。2015 年啟動規劃南港舊廠『世界明珠』都市開發計畫，將是挹注未來獲利的重要來源。

◆ 外部環境轉差，2018 年獲利大幅衰退：

南港 2018 年的營運表現轉差，主要仍受制於全球輪胎業景氣欠佳所拖累，且受到外部環境轉差的影響，除了中美貿易戰的紛擾之外，另外包括伊朗受到美國制裁，導致伊朗地區的客戶流失，加上美國客戶最大輪胎經銷商 ATD(American Tire Distributors)的財務出問題，都導致南港的訂單及獲利受到直接衝擊，南港 2018 年營收 104.42 億元(YoY-7.81%)，自結合併營業利益 4.31 億元(YoY-52.67%)，稅前淨利 3.39 億元(YoY-58.89%)，獲利較 2017 年大幅下滑，整體營運表現低於預期。

◆ 新產品貢獻放大，毛利率可望持續回升：

南港近年來持續開發新產品及新應用市場，目前開發有成的新產品包括：1.競技胎(街道跟賽道用胎)，在德國品牌評分已進入全球前 10 大。2.電動車車胎，包括阻力、噪音、磨耗等要求較高，產品已經開發成功，目前已經在日本及歐洲測試中。3.CUV/SUV 胎。4.冬胎的部分在歐洲及日本市場持續拓展及開發。2019 年將用 SUV 胎及賽車胎等高利基產品來搶佔市場。另外在代工產品的部分包括：1.高荷重 CUV/SUV 胎，預計 03/2019 開始量產。2.公路泛用 H/T 夏胎，開發 34 個規格，預計 2020 年上市。3.全地適用 A/T 夏胎，開發 20 個規格，預計 2020 年上市。4.歐標 C/A 等級夏胎。南港 4Q18 的毛利率下滑至約 14%，2018 年全年毛利率約 16%，不過產品組合優化配合生產效率提升，01/2019 的毛利率已經回升至 18%，由於歷來傳統營運旺季是從 3 月份開始，加上新產品的出貨及貢獻可望持續放大，有助於 2Q19 的毛利率持續翻揚，2019 年的毛利率有機會較 2018 年改善。

◆ 中國輪胎廠退出市場，有利於供需結構改善：

2018 年中國的輪胎廠共倒閉 36 家，但這些輪胎同業在倒閉前先倒貨，導致市場供需狀況轉差，由於目前全球經濟情勢仍不明朗，新車市場預估零成長，整體輪胎產業景氣仍將面臨逆風，不過倒閉的 36 家中國輪胎廠，年總產能合計高達 4,100 萬條，雖然減少的幅度佔整體輪胎供給面的比重相當輕微，但仍有助於產業秩序及供需結構的改善，且南港預期上游原物料的價格已經見底，後續報價有機會止跌翻揚，有利於整體輪胎業及公司的營運狀況好轉。

◆ 東方明珠開發案 2Q19 動工：

東方明珠開發案位於南港廠舊廠區，基地面積 9453 坪，由 100% 持股的子公司南榮開發建築負責開發，2016 年已取得建築執照並開工，原定辦公 45%、住宅 30%、飯店 18%，05/2018 台北市南港區通盤檢討後，經內政部都市計畫委員會審查通過，修正住宅使用率上限由 30% 提升至 50%，02/2019 變更設計案通過台北市都市設計審議，變更設計後住宅 49.1%、辦公 42.5%、商場 6.7%、藝文展演 1.7%。為了讓生活機能一次完備，因此南榮開發已於 10/2018 與長橋投資開發公司(微風集團)進行全區商場的房屋租賃合約簽訂作業，租賃期間為 20 年，邀請微風進駐將創造更多元的功能及生態，整體開發案已開始有實質進度。以容積率 390% 及建蔽率 28.43% 來計算，總樓地板面積達 6.7 萬餘坪，預計 03/2019 施工發包，2Q19 開始動工及公開銷售，預計 4~4.5 年之後完工，預估總建築成本約 150 億元，總銷金額上看 800 億元，潛在開發利益上看 600 億元以上，南港未來將出售南榮開發 40% 的股權，將挹注南港可觀的獲利。

◆ 2019 年營運預估雙位數成長：

2018 年全球輪胎市場規模約 14 億條，2019 年由於全球車市預期零成長，因此輪胎市場預估將持平，展望 2019 年，除了大客戶 ATD 已經進行改組，訂單可望回穩之外，在歐、美市場也將有新客戶，加上新產品的貢獻持續放大，公司預估 03/2019 的營收就會開始顯著成長，2019 年整體營運將會有雙位數百分比的增長，未來目標是恢復到以往高獲利的水準。

整體而言，由於全球輪胎業供過於求的狀況不變，南港 2019 年的獲利可望因為低基期而出現明顯好轉，但短期之內要恢復以往的高獲利水準難度偏高，雖然土地開發案的潛在利益可期，且公司已宣告開發案不會依照完工比例法入帳，將出售南榮開發 40% 的股權來挹注獲利，也考慮一年將配息 2 次，但日盛評估東方明珠開發案短期不會產生實質貢獻，資本活化題材仍屬一次性的利多，在題材面利多褪去之後仍須回歸基本面，暫時給予南港持有的投資評等，後續觀察重點在輪胎本業的狀況以及東方明珠開發案的銷售單價及施工與銷售進度。

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
20190225	持有	30.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年2月25日

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	11,326	10,442	11,569	3,111	2,921	2,582	2,361	3,073	2,560	2,448	2,750	3,354
營業毛利	2,118	1,641	2,051	579	538	467	364	518	404	354	463	609
營業費用	1,200	1,209	1,220	313	300	284	290	318	305	297	318	318
營業利益	917	431	831	266	238	182	74	201	99	58	145	291
營業外收支	-92	-92	-88	6	-88	-45	-32	-1	-18	-41	-22	-22
稅前純益	826	339	743	272	150	138	41	199	82	17	123	269
稅後純益	633	200	568	204	113	110	31	131	25	13	94	206
最新股本	8,339	8,339	8,339	8,339	8,339	8,339	8,339	8,339	8,339	8,339	8,339	8,339
稅後 EPS(元)	0.76	0.24	0.68	0.24	0.14	0.13	0.04	0.16	0.03	0.02	0.11	0.25
經營效率(%)												
毛利率	18.7	15.72	17.73	18.61	18.4	18.07	15.42	16.87	15.79	14.48	16.84	18.16
營業利益率	8.1	4.13	7.18	8.54	8.14	7.07	3.13	6.53	3.88	2.35	5.29	8.67
稅前純益率	7.29	3.25	6.42	8.74	5.14	5.34	1.75	6.49	3.19	0.7	4.49	8.02
稅後純益率	5.59	1.91	4.91	6.55	3.86	4.27	1.31	4.26	0.98	0.53	3.43	6.13
YoY(%)												
營收	9.76	-7.81	10.8	2.76	16.59	2.64	-12.93	-1.22	-12.37	-5.2	16.47	9.16
營業利益	-13.62	-52.97	92.58	-31.42	-17.09	-12.42	-68.06	-24.52	-58.21	-68.43	96.9	45.05
稅前純益	-46.78	-58.89	118.83	-62.11	-58.38	-38.67	-84.43	-26.67	-45.6	-87.6	198.17	34.9
稅後純益	-38.26	-68.45	184.42	-58.75	-55.34	2.23	-85.06	-35.74	-77.84	-88.13	206.11	57.2
QoQ(%)												
營收	--	--	--	14.71	-6.1	-11.61	-8.54	30.13	-16.69	-4.39	12.36	21.97
營業利益	--	--	--	14.87	-10.49	-23.27	-59.51	171.44	-50.44	-42.04	152.53	99.97
稅前純益	--	--	--	2.18	-44.8	-8.13	-69.96	381.35	-59.05	-79.07	622.61	117.78
稅後純益	--	--	--	-1.42	-44.58	-2.41	-71.98	324.07	-80.88	-47.74	622.63	117.78

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	13,157	14,240	13,998
現金及約當現金	2,562	2,807	2,660
公允價值衡量金融資產	83	123	92
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	8,021	8,811	8,507
非流動資產	9,609	9,508	9,368
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	8,514	8,522	8,383
無形資產	1	1	2
資產總計	22,765	23,748	23,366
流動負債	9,431	10,832	8,873
短期借款	7,550	8,434	6,259
非流動負債	1,852	2,021	4,162
負債總計	11,283	12,853	13,035
股本	8,339	8,339	8,339
普通股股本	8,339	8,339	8,339
資本公積	19	19	19
保留盈餘	3,341	3,046	2,666
庫藏股票	-758	-943	-943
股東權益	11,482	10,895	10,331
每股淨值(元)	14.2	13.58	12.88
流動比率(%)	139.5	131.46	157.75
速動比率(%)	53.18	48.69	60.21
應收帳款週轉率(%)	4.74	5.02	0.98
負債比率(%)	49.56	54.12	55.79
稅後股東權益報酬率(%)	8.77	5.66	0.24

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	1,552	826	322
折舊及攤提費用	933	900	671
利息費用	89	112	91
股利收入	-7	-7	-9
權益法認列關聯企業損益	-12	42	8
處分不動產、廠房及設備	-1	29	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	-339	-47	-264
存貨增減	-390	-795	288
應付帳款增減	106	282	-121
營業活動現金流量	1,225	752	911
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	-1,224	-1,003	-594
處分不動產、廠房及設備	19	8	2
投資活動現金流量	-1,213	-942	-620
短期借款增減	169	897	65
長期借款增減	-164	595	147
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-167	-917	-567
庫藏股票增減	-758	-185	--
籌資活動現金流量	-921	435	-320
淨現金流量	-1,024	245	-147

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年2月25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