

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2108 TT 南帝	持有 目標價 37.6	南帝首次的投資評等為持有，目標價37.6元，潛在漲幅8.67%，主要理由如下： (1) 原料價格止穩且中國對日、韓廠商祭出反傾銷，推升2018年營運創下歷史新高紀錄； (2) 惟同業產能預計2Q19就會陸續開出，加上原料價格看漲，2019年營運展望保守。

研究員 史聖國
 linus@jsun.com

重點摘要

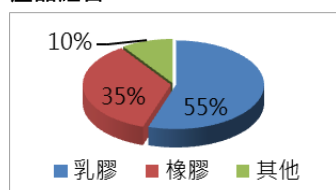
近期投資評等

日期	評等
03/22/2019	持有/中立
-	-
-	-

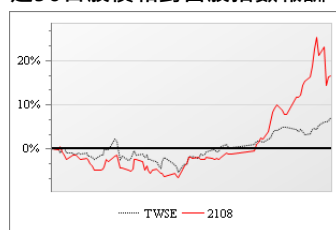
公司基本資料

收盤價(元)(03/21/2019)	34.60
股本(百萬元)	4,924
總市值(億元)	170.4
每股淨值(元)	16.16
外資持股比(%)	11.58
投信持股比(%)	0.14
近 20 日均量(張)	2,474
融資餘額(03/21/2019)	6,505

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **原料價格持穩，2018年毛利率及獲利大幅回升：**南帝為國內老字號的乳膠及合成橡膠製品大廠，2018年獲利大增的主因為原料丁二烯(BD)及丙烯腈(AN)的報價雖然皆有波動，但丁二烯的價格相對持穩加上丙烯腈的價格緩步下跌，有利於將原料價格的變動轉嫁給客戶，帶動南帝2018年的毛利率由2017年的19.11%大幅提升至23.57%，營業利益19.4億元(YoY+69.38%)，稅後淨利15.35億元(YoY+88.58%)，營收及獲利皆創下歷史新高紀錄；另外，南帝決議將分配1.8元的現金股利，除了不發股票股利之外，現金股利發放率58%也遠低於以往平均約90%的水準，主因是考量資本額不再擴大也為了營運擴充做準備，不過現金股利殖利率仍有5%以上的水準。
- ◆ **中國對日、韓祭出反傾銷，南帝直接受惠：**除了原料價格走勢轉為有利之外，帶動2018年營運走高的另一主因為中國在2018年正式裁定對日、韓進口的丁腈橡膠(NBR)產品課徵12~56.4%不等的反傾銷稅，實施期限長達5年，由於日、韓的耐油膠產品無法進入中國市場，因此南帝以中國內銷市場為主且以耐油膠為主要產品的鎮江廠成為直接受惠者，鎮江廠出貨量及稼動率的提升，為推升整體獲利率上揚的主因，鎮江廠2018年耐油膠產能6萬噸，產量約5萬噸，還有空間可以進行設備更新提升產能。
- ◆ **2019年展望保守：**2019年兩岸的產能皆沒有擴充計畫，由於同業的產能陸續開出，耐油膠產品預估將與2018年持平，而乳膠產品需求雖然增加，不過預期手套乳膠的總供給量會從2Q19開始增加，南帝的成長空間將受到壓抑，因此預期手套乳膠也是較2018年持平，預估1Q19營運還是會延續4Q18的狀況，不過受到供給增加及原料價格上漲的影響，2019年營運展望保守，日盛預估南帝2019年整體營運僅有個位數百分比的成長，有鑑於目前評價已相對偏高，投資評等給予持有(2019年PBR2.2倍)。

單位:百萬元	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	13,810	14,037	3,061	3,291	3,945	3,513	3,251	3,458
營業毛利	3,255	3,424	745	758	872	880	826	844
營業利益	1,940	1,962	429	458	539	513	487	490
稅後純益	1,535	1,642	268	435	466	366	405	408
稅後 EPS(元)	3.12	3.33	0.54	0.88	0.95	0.74	0.82	0.83
毛利率(%)	23.57	24.39	24.33	23.05	22.09	25.04	25.4	24.41
營業利益率(%)	14.05	13.98	14.02	13.93	13.67	14.61	14.98	14.17
稅後純益率(%)	11.11	11.7	8.74	13.22	11.82	10.42	12.44	11.8
營業收入 YoY/QoQ(%)	18.56	1.64	-5.12	7.51	19.89	-10.96	-7.45	6.37
營業利益 YoY/QoQ(%)	69.38	1.12	-2.55	6.81	17.63	-4.81	-5.1	0.62
稅後純益 YoY/QoQ(%)	88.58	6.96	-16.06	62.57	7.2	-21.47	10.49	0.84

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	2018	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	11,648	13,810	14,037	2,574	2,869	3,226	3,061	3,291	3,945	3,513	3,251	3,458
營業毛利	2,225	3,255	3,424	394	535	741	745	758	872	880	826	844
營業費用	1,080	1,315	1,462	241	275	301	316	300	333	366	339	354
營業利益	1,145	1,940	1,962	153	260	440	429	458	539	513	487	490
營業外收支	-54	190	128	13	9	-11	-25	121	70	24	30	33
稅前純益	1,092	2,130	2,090	166	269	429	404	579	609	538	517	523
稅後純益	814	1,535	1,642	127	205	319	268	435	466	366	405	408
最新股本	4,924	4,924	4,924	4,924	4,924	4,924	4,924	4,924	4,924	4,924	4,924	4,924
稅後 EPS(元)	1.65	3.12	3.33	0.26	0.42	0.65	0.54	0.88	0.95	0.74	0.82	0.83
經營效率(%)												
毛利率	19.11	23.57	24.39	15.31	18.65	22.97	24.33	23.05	22.09	25.04	25.4	24.41
營業利益率	9.83	14.05	13.98	5.94	9.06	13.65	14.02	13.93	13.67	14.61	14.98	14.17
稅前純益率	9.37	15.42	14.89	6.44	9.38	13.31	13.2	17.59	15.45	15.31	15.9	15.12
稅後純益率	6.99	11.11	11.7	4.94	7.14	9.88	8.74	13.22	11.82	10.42	12.44	11.8
YoY(%)												
營收	22.58	18.56	1.64	9.47	24.24	24.56	2.77	27.83	37.53	8.9	6.22	5.1
營業利益	17.52	69.38	1.12	-51.77	31.51	213.71	46.9	199.99	107.34	16.55	13.5	6.92
稅前純益	10.99	95.11	-1.9	-52.34	74.99	115.91	77.5	249.1	126.53	25.26	27.99	-9.66
稅後純益	6.45	88.58	6.96	-54.83	83.75	114.94	63.82	242.23	127.66	14.88	51.22	-6.2
QoQ(%)												
營收	--	--	--	-13.57	11.43	12.45	-5.12	7.51	19.89	-10.96	-7.45	6.37
營業利益	--	--	--	-47.69	70.19	69.34	-2.55	6.81	17.63	-4.81	-5.1	0.62
稅前純益	--	--	--	-27.12	62.2	59.57	-5.9	43.33	5.25	-11.76	-3.84	1.16
稅後純益	--	--	--	-22.18	61.15	55.62	-16.06	62.57	7.2	-21.47	10.49	0.84

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	2017	2018	4Q18
流動資產	5,586	6,989	6,989
現金及約當現金	1,981	3,043	3,043
公允價值衡量金融資產	0	10	10
備供出售金融資產	28	0	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	903	1,017	1,017
非流動資產	3,236	3,168	3,168
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,582	2,483	2,483
無形資產	14	13	13
資產總計	8,822	10,157	10,157
流動負債	1,220	1,448	1,448
短期借款	100	70	70
非流動負債	408	415	415
負債總計	1,628	1,864	1,864
股本	4,690	4,924	4,924
普通股股本	4,690	4,924	4,924
資本公積	0	0	0
保留盈餘	2,373	3,220	3,220
庫藏股票	--	--	--
股東權益	7,194	8,293	8,293
每股淨值(元)	14.75	16.16	16.16
流動比率(%)	457.76	482.52	482.52
速動比率(%)	344.56	388.08	388.08
應收帳款週轉率(%)	8.53	8.59	1.96
負債比率(%)	18.46	18.35	18.35
稅後股東權益報酬率(%)	12.04	20.64	4.72

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2017	2018	4Q18
繼續營業單位稅前損益	1,092	2,130	2,130
折舊及攤提費用	301	287	287
利息費用	1	1	1
股利收入	-7	-9	-9
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	4	1	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	-209	-234	-234
存貨增減	110	-113	-113
應付帳款增減	46	-44	-44
營業活動現金流量	1,249	1,864	1,864
公允價值衡量金融資產增減	0	-7	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	-91	-91
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-145	-95	-95
處分不動產、廠房及設備	1	1	1
投資活動現金流量	-916	-270	-270
短期借款增減	40	-30	-30
長期借款增減	-5	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-447	-469	-469
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-442	-519	-519
淨現金流量	-198	1,062	1,062

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