

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2105 TT 正新	持有 目標價 45	正新的投資評等維持持有，目標價由53元調降至45元，潛在漲幅9.36%，主要理由如下： (1) 匯率及原物料影響，2018年獲利表現低於預期，2019年營運展望仍相對保守； (2) 輪胎業供過於求的狀況有改善但未改變，市場競爭持續激烈，獲利及評價提升不易。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

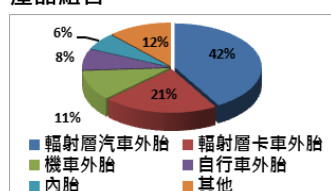
近期投資評等

04/18/2019	持有/中立
08/21/2018	持有/中立
04/20/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(04/17/2019)	41.15
股本(百萬元)	32,414
總市值(億元)	1,333.8
每股淨值(元)	24.43
外資持股比(%)	11.87
投信持股比(%)	0.77
近20日均量(張)	3,447
融資餘額(04/17/2019)	5,075

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	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	109,221	107,138	27,544	25,781	26,727	27,345	27,327	25,739
營業毛利	24,323	22,738	5,902	5,298	5,741	6,043	5,621	5,333
營業利益	7,415	5,974	1,748	1,000	1,550	1,786	1,418	1,220
稅後純益	3,520	3,260	423	509	836	998	774	653
稅後 EPS(元)	1.09	1.01	0.13	0.16	0.26	0.31	0.24	0.20
毛利率(%)	22.27	21.22	21.43	20.55	21.48	22.1	20.57	20.72
營業利益率(%)	6.79	5.58	6.35	3.88	5.8	6.53	5.19	4.74
稅後純益率(%)	3.22	3.04	1.53	1.98	3.13	3.65	2.83	2.54
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2.75	-1.91	-2.36	-6.4	3.67	2.31	-0.06	-5.81
營業利益 YoY/QoQ(%)	-11.71	-19.43	-20.89	-42.8	55.05	15.19	-20.57	-13.98
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-36.48	-7.4	-69.24	20.51	64.13	19.37	-22.46	-15.63

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **2018年獲利明顯衰退：**近年來中國輪胎市場受到美國對中國輪胎業祭出雙反制裁的影響競爭轉趨激烈，且原材料的價格隨著油價漲跌上下波動劇烈，由於整體市場仍結構性的供過於求，輪胎廠難以將成本充分轉嫁給客戶，加上國際匯率波動甚鉅，導致整體輪胎業的獲利受到明顯衝擊。正新2018年營收YoY-2.75%，其中價格與匯率的影響2.10%、數量的影響-4.09%，原料成本上揚導致毛利率下滑，2018年淨利YoY-36.48%，EPS1.09元，整體營運表現低於預期。
- ◆ **雙印廠2018年虧損擴大，目標在2020年轉盈：**印度廠初期規畫生產機車胎，設立的主要目的是為了供應日本摩托車廠，並切入當地AM市場，未來發展潛力可期，印尼廠以售後市場為主，2019年有信心打入當地OEM車廠，將調配集團的資源讓印度及印尼廠的營運儘速提升，不過目前雙印廠的稼動率僅約3成，營收佔比仍相當低，2018年主要受到匯率劇烈波動的影響產生匯損，導致雙印廠的虧損金額較2017年擴大，將持續投入設備把銷量及產量都提升，印度及印尼廠在2020年達到損平的目標不變，短期內實質貢獻仍相當有限，後續量產的進度以及轉虧為盈的時間點為觀察重點。
- ◆ **2019年營運展望保守：**展望2019年，正新將陸續開發高性價比產品來搶攻市場，新產品效應可望從2Q19開始顯現，不過由於中國車市2019年預估仍將持續衰退，且全球輪胎產業的競爭仍相當激烈，整體產業供過於求的狀況有改善但並未改變，因此原材料價格、匯率的變動、國際貿易戰的動向以及中國輪胎廠的整併狀況仍將是影響後續獲利的關鍵，至於雙印新廠2019年對獲利預估仍將是負面的拖累，短期內不易產生實質貢獻，日盛預估正新2019年的營收及獲利將持續較2018年小幅衰退，投資評等維持持有，靜待輪胎業產業景氣循環反轉的訊號出現。

◆ **公司簡介**

正新創立於1967年，2018年為全球輪胎廠排名第9名的大廠，目前包括在台灣、中國以及於2017年才正式導入量產的印度及印尼等地，全球共有11個生產據點(中國天津廠因為中國環保要求趨嚴，已轉型為北方物流中心，設備將轉往廈門及漳州)，目前包括輻射層汽車外胎、輻射層卡車外胎、機車外胎、自行車外胎及內胎等產品合計的日產能達132.6萬條。2018年依廠區別的營收比重以中國正新佔21%為最高，其次依序為廈門正新(14.7%)、台灣正新(13.4%)、廈門海燕(12.9%)、泰國正新(10.5%)、漳州正新(6.7%)、正新重慶(6%)、越南正新(4.6%)。依地區別的營收比重以中國佔56.1%為最大，其次依序為亞太地區(15.2%)、美洲(12.2%)、歐洲(6.8%)、台灣(5.9%)、中東及非洲(3.8%)，隨著2017年印度及印尼廠先後投產，未來區域別及廠區別的營收比重將逐步出現變化，若依幣別來看，2018年比重最高的為人民幣佔54.7%，其次依序為美金佔25.9%、新台幣佔5.9%、泰銖佔4.2%、越南盾佔3.9%。

圖一、2018 年全球前 9 大輪胎廠

2018 Global Tire Company Rankings										
Based on 2017 results. Includes subsidiaries.										
<i>(Figures in millions of dollars, translated at average annual currency exchange rates)</i>										
2017 Rank	2016 Rank	Company/Headquarters	2017 Tire sales	% of total corp. sales	2016 Tire sales	% of total corp. sales	2015 Tire sales	% of total corp. sales	2014 Tire sales	% of total corp. sales
9	9	Maxxis International / Cheng Shin Rubber Yuanlin, Taiwan	3,955.5	100.0%	3,887.0	100.0%	3,847.0	100.0%	4,441.3	100.0%
8	8	Yokohama Rubber Co. Ltd.* Tokyo, Japan	4,882.4	81.6%	4,209.0	79.8%	4,152.8	79.8%	4,703.2	79.6%
7	7	Hankook Tire Co. Ltd. Seoul, South Korea	*5,535.0	*92.0%	5,008.7	91.6%	*5,320.0	*90.0%	5,585.4	88.0%
6	5	Pirelli & C. S.p.A.** Milan, Italy	6,034.2	100.0%	6,380.0	100.0%	6,933.6	100.0%	7,992.2	???
5	6	Sumitomo Rubber Industries Ltd.* Kobe, Japan	8,755.1	85.7%	8,029.9	85.6%	6,051.2	86.3%	9,917.7	87.5%
4	4	Continental A.G.* Hanover, Germany	*11,325.0	*28.5%	*10,785.0	*25.0%	*10,790.0	*25.0%	*11,875.0	*24.8%
3	3	Goodyear Tire & Rubber Co.* Akron, Ohio	*14,300.0	*93.0%	*13,645.0	*90.0%	*14,800.0	*90.0%	*18,355.0	*90.0%
2	2	Group Michelin† Clermont-Ferrand, France	*23,560.0	*95.0%	21,129.4	*95.0%	*22,130.0	*95.0%	*24,668.5	*95.0%
1	1	Bridgestone Corp.** Tokyo, Japan	*24,350.0	*75.0%	22,121.0	*75.0%	*24,045.0	*75.0%	*26,045.0	*75.0%

資料來源：正新法說會資料

◆ **車市下滑加上匯率及原物料價格影響，2018 年獲利明顯衰退**

近年來中國輪胎市場受到美國對中國輪胎業祭出雙反制裁的影響競爭轉趨激烈，且原材料的價格隨著油價漲跌上下波動劇烈，由於整體市場仍結構性的供過於求，輪胎廠難以將成本充分轉嫁給客戶，加上國際匯率波動甚鉅，導致整體輪胎業的獲利受到明顯衝擊。正新2018年營收YoY-2.75%，其中價格與匯率的影響2.10%、數量的影響-4.09%，其他影響-0.76%，毛利率差異-0.59%，其中原料成本的影響-1.46%，主要是因為破黑價格大幅上漲所致，營業淨利率差異-0.69%，其中營業費用率的影響-0.1%、營業毛利率的影響-0.59%，歸屬母公司淨利率差異-1.71%，其中所得稅率的影響+0.33%、業外淨支出率的影響-1.35%、營業費用率的影響-0.1%、營業毛利率的影響-0.59%，2018年淨利YoY-36.48%，EPS1.09元，整體營運表現低於預期。

圖二、輪胎各主要原材料價格 2017~2018 年走勢



資料來源：正新法說會資料

◆ **原料價格暫時止穩，惟後續走勢仍難預估**

2016~2017年輪胎相關原材料的價格波動劇烈，尤其在美國總統川普當選之後加速飆漲，輪胎廠雖然陸續調漲售價，漲價的速度趕不上原材料價格上漲的速度，由於原材料的價格在暴漲之後又迅速回跌，加上匯率走勢變動迅速，全球各大輪胎廠的獲利皆受到明顯衝擊，雖然2H18過後原材料的價格止穩有利於輪胎廠，不過近期國際油價持續上漲，勢將帶動相關原材料的價格走揚，但國際政經情勢瞬息萬變，後續原材料價格的走勢仍難以掌握及預估，且近期包括人民幣在內的國際匯率波動幅度也不小，因此後續原物料價格、國際匯率、貿易戰的變化，仍是影響正新1H19營運表現的關鍵因子。

◆ **中國輪胎業崛起，市場競爭轉趨激烈**

為了因應美國雙反政策，中國輪胎廠陸續轉往海外生產，然而中國國內輪胎市場的競爭仍持續激烈，價格競爭主要集中在低價產品，雖然對正新中、高階產品的影響相對較小，然而隨著中國輪胎廠的生產技術及能力持續提升，加上產品價格具競爭力，中國輪胎品牌在中國自主品牌車廠的滲透率持續提升，將對正新的市佔率、生產、獲利及經營策略帶來直接且持續性的壓力，2018年正新的轎車胎(PCR)銷售量持續下滑，主因就是中國OE市場的衰退，預期中國車市2019年持續衰退的機率不低，全球輪胎業競爭激烈的狀態並未消除，中國輪胎廠持續透過擴大投資或併購同業來達到跳躍式成長的策略並未改變，雖然近來中國部分輪胎廠已陸續退出市場，有利於整體產業秩序及供需狀況改善，不過實質效益並不明顯，如何持續提升技術能力與中國同業做出明顯區隔，並重新找到自身的市場定位及調整經營策略，仍是正新接下來必須面對的重要議題。

◆ 雙印廠 2018 年虧損擴大，目標在 2020 年轉盈

在印度新廠方面，初期規畫生產機車胎，設立的主要目的是為了供應日本摩托車廠，並切入當地AM市場，以印度一年1800萬台機車的市場加上保有量約1億台，等同一年約有2.36億條輪胎的需求，目前主要競爭者都是當地輪胎廠商，未來發展潛力可期，正新對印度市場的後市仍樂觀，隨著印度廠的產量逐步放大，成本及攤提等費用將會持續下降；至於在印尼新廠方面，目前是以售後市場為主，尚在努力開發車廠客戶中，2019年有信心打入當地OEM車廠，未來規劃出口到越南，將調配集團的資源讓印度及印尼廠的營運儘速提升，不過目前雙印廠的稼動率僅約3成，營收佔比仍相當低，2018年主要受到匯率劇烈波動的影響產生匯兌損失，導致雙印廠的虧損金額較2017年擴大，將持續投入設備把銷量及產量都提升，印度及印尼廠在2020年達到損平的目標不變，短期內實質貢獻仍相當有限，後續量產的進度以及轉虧為盈的時間點為觀察重點。

◆ 新產品效應 2Q19 開始顯現，2019 年關鍵仍在匯率及原材料價格

展望2019年，正新將陸續開發單價較一線品牌低，但性能高於一線大廠的高性價比產品(如Maxxis VS5)來搶攻市場，新產品效應可望從2Q19開始顯現，不過由於中國車市2019年預估仍將持續衰退，且全球輪胎產業的競爭仍相當激烈，整體產業供過於求的狀況有改善但並未改變，因此原材料價格、匯率的變動、國際貿易戰的動向以及中國輪胎廠的整併狀況仍將是影響後續獲利的關鍵，至於雙印新廠2019年對獲利預估仍將是負面的拖累，短期內不易產生實質貢獻，日盛預估正新2019年的營收及獲利將持續較2018年小幅衰退，投資評等維持持有，靜待輪胎業產業景氣循環反轉的訊號出現。

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
20190418	持有	45.0
20180822	持有	53.0
20180420	持有	53.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	112,309	109,221	107,138	27,119	27,687	28,209	27,544	25,781	26,727	27,345	27,327	25,739
營業毛利	25,678	24,323	22,738	6,127	6,564	6,560	5,902	5,298	5,741	6,043	5,621	5,333
營業費用	17,280	16,908	16,764	4,350	4,106	4,350	4,154	4,298	4,191	4,258	4,203	4,113
營業利益	8,398	7,415	5,974	1,777	2,458	2,209	1,748	1,000	1,550	1,786	1,418	1,220
營業外收支	-17	-1,506	-630	-139	-531	-147	-785	-42	-180	-150	-150	-150
稅前純益	8,382	5,910	5,344	1,638	1,927	2,062	963	958	1,370	1,636	1,268	1,070
稅後純益	5,542	3,520	3,260	847	1,215	1,374	423	509	836	998	774	653
最新股本	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414
稅後 EPS (元)	1.71	1.09	1.01	0.26	0.37	0.42	0.13	0.16	0.26	0.31	0.24	0.20
經營效率(%)												
毛利率	22.86	22.27	21.22	22.59	23.71	23.25	21.43	20.55	21.48	22.1	20.57	20.72
營業利益率	7.48	6.79	5.58	6.55	8.88	7.83	6.35	3.88	5.8	6.53	5.19	4.74
稅前純益率	7.46	5.41	4.99	6.04	6.96	7.31	3.5	3.71	5.13	5.98	4.64	4.16
稅後純益率	4.93	3.22	3.04	3.12	4.39	4.87	1.53	1.98	3.13	3.65	2.83	2.54
YoY(%)												
營收	-4.33	-2.75	-1.91	-2.19	-3.33	-0.56	-2.26	-4.93	-3.47	-3.06	-0.79	-0.16
營業利益	-55.02	-11.71	-19.43	-47.13	-22.99	2.45	37.28	-43.73	-36.93	-19.18	-18.86	22.03
稅前純益	-53.16	-29.49	-9.57	-48.71	-28.09	-20.24	-34.9	-41.53	-28.91	-20.68	31.73	11.74
稅後純益	-58.18	-36.48	-7.4	-62.13	-36.75	-20.24	-59.81	-39.9	-31.2	-27.37	83.08	28.17
QoQ(%)												
營收				-3.76	2.09	1.89	-2.36	-6.4	3.67	2.31	-0.06	-5.81
營業利益				39.53	38.36	-10.11	-20.89	-42.8	55.05	15.19	-20.57	-13.98
稅前純益				10.72	17.69	6.99	-53.31	-0.55	43.09	19.37	-22.46	-15.63
稅後純益				-19.42	43.37	13.08	-69.24	20.51	64.13	19.37	-22.46	-15.63

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	66,664	63,023	63,023
現金及約當現金	30,918	27,809	27,809
公允價值衡量金融資產	0	3	3
備供出售金融資產	69	0	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	19,184	19,362	19,362
非流動資產	112,421	111,739	111,739
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	105,008	103,255	103,255
無形資產	--	--	--
資產總計	179,084	174,763	174,763
流動負債	42,078	44,487	44,487
短期借款	18,508	15,569	15,569
非流動負債	54,115	50,458	50,458
負債總計	96,193	94,945	94,945
股本	32,414	32,414	32,414
普通股股本	32,414	32,414	32,414
資本公積	53	53	53
保留盈餘	54,169	51,927	51,927
庫藏股票	--	--	--
股東權益	82,891	79,818	79,818
每股淨值(元)	25.36	24.43	24.43
流動比率(%)	158.43	141.67	141.67
速動比率(%)	107.13	94.83	94.83
應收帳款週轉率(%)	9.29	8.79	2.01
負債比率(%)	53.71	54.33	54.33
稅後股東權益報酬率(%)	6.53	4.36	0.65

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	8,382	5,910	5,910
折舊及攤提費用	11,578	12,200	12,200
利息費用	1,292	1,792	1,792
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	-8	-7	-7
處分不動產、廠房及設備	29	56	56
處分權益法之投資損益	0	3	3
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	473	-7	-7
存貨增減	-5,229	-178	-178
應付帳款增減	251	442	442
營業活動現金流量	8,895	14,855	14,855
公允價值衡量金融資產增減	3	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	21	--
取得不動產、廠房及設備	-13,923	-12,493	-12,493
處分不動產、廠房及設備	133	305	305
投資活動現金流量	-13,909	-12,377	-12,377
短期借款增減	6,027	-3,121	-3,121
長期借款增減	6,771	-482	-482
公司債發行	7,000	5,000	5,000
公司債償還	-1,900	-1,900	-1,900
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-9,724	-5,835	-5,835
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	8,338	-6,333	-6,333
淨現金流量	2,025	-3,109	-3,109

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年4月18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