

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2106 TT 建大	持有  目標價 33	建大的投資評等維持持有，目標價由36元下修至33元，潛在漲幅8.55%，主要理由如下： (1) 2018年本業獲利腰斬，營收及稅後淨利的成長分別是來自於合併效應及匯兌收益； (2) 1Q19獲利表現仍偏弱，目前尚未看到產業景氣好轉的跡象，營運能見度仍不明朗。

研究員 史聖國

linus@jsun.com

重點摘要

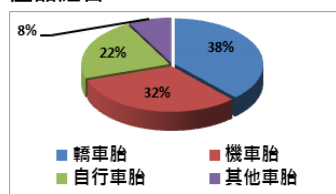
近期投資評等

04/19/2019	持有/中立
08/23/2018	持有/中立
04/23/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(04/18/2019)	30.40
股本(百萬元)	8,744
總市值(億元)	265.8
每股淨值(元)	21.75
外資持股比(%)	6.91
投信持股比(%)	0.31
近 20 日均量(張)	317
融資餘額(04/18/2019)	1,209

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **2018年本業獲利腰斬，淨利成長來自於匯兌收益**：建大2018年營收成長是因為合併Starco的效應，否則營收將呈現衰退，2018年只有摩托車產品較佳，自行車跟轎車都是衰退，新車跟修補市場的量都下滑，加上原材料價格持續上漲且中國與東南亞市場的競爭持續加劇，導致毛利率由2017年的19.85%持續走低至2018年的17.94%，營業利益5.7億元(YoY-51.66%)，歸屬母公司淨利6.89億元(YoY+109.49%)，獲利呈現倍增主要來自於業外匯兌的差異，2017年匯兌損失為6.56億元，2018年匯兌收益3.16億元，如果排除匯兌的影響，本業的獲利表現仍低於預期。
- ◆ **成本無法充分轉嫁，利潤空間持續遭壓縮**：2018年產品價格沒有太大變化，原材料佔成本約70%，其中天然橡膠及合成橡膠約佔原材料的50%，2018年由於原材料上漲但是難以充分轉嫁給客戶，且輪胎廠要反應原材料價格的漲跌大約需要3個月的時間，毛利率持續遭到壓縮是因為原材料價格大部分都只能自行吸收，修補市場雖然有漲價，但是組車廠無法漲價反而因為同業搶單而降價，2019年中國車市持續衰退的機率不低，終端的需求量在減少但是供給的輪胎廠數量並沒有下降，價格競爭持續激烈，因此毛利率將持續承壓，後續的毛利率仍將深受原材料價格及國際匯率的影響。
- ◆ **2019年展望仍保守**：展望2019年，預期中國車市持續衰退的機率不低，建大1Q19營收YoY-2.93%，毛利率將受到工作天數較少的影響，且因為人民幣升值將產生匯兌損失，預期1Q19的獲利狀況仍偏弱，目前尚未看到產業景氣好轉的跡象，不過2019年代工比重將持續上升有利於整體營運，但毛利率主要仍取決於原材料價格的走勢，業外的部分主要仍深受匯率波動的影響，日盛預估建大2019年EPS0.73元，由於整體輪胎業供過於求的狀況不變，且目前整體營運能見度仍不高，投資評等維持持有，持續靜待產業景氣循環反轉訊號出現。

單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	31,526	31,677	7,824	7,480	7,646	8,387	7,924	7,720
營業毛利	5,655	5,838	1,330	1,386	1,379	1,575	1,468	1,416
營業利益	570	730	41	99	97	295	197	141
稅後純益	689	638	285	84	93	223	203	119
稅後 EPS(元)	0.79	0.73	0.33	0.10	0.11	0.25	0.23	0.14
毛利率(%)	17.94	18.43	17	18.52	18.04	18.78	18.53	18.34
營業利益率(%)	1.81	2.3	0.52	1.33	1.27	3.52	2.48	1.83
稅後純益率(%)	2.19	2.01	3.65	1.12	1.22	2.65	2.56	1.54
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.25	0.48	-6.24	-4.4	2.22	9.68	-5.52	-2.58
營業利益 YoY/QoQ(%)	-51.66	28.06	-82.04	144.81	-2.22	204	-33.43	-28.11
稅後純益 YoY/QoQ(%)	109.49	-7.43	-42.69	-70.62	11.46	138.33	-8.78	-41.52

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

◆ 公司簡介

建大成立於1962年，初期是以生產自行車內外胎為主，目前為台灣第二大輪胎廠，以自有品牌KENDA行銷全世界，生產基地除了台灣員林及雲林廠之外，海外生產基地包括大陸的昆山廠、天津廠、惠州廠、深圳廠，以及東南亞的印尼廠及越南廠，目前中國地區的生產比重達6成以上，銷售地區以中國佔比35%為最大，其次為北美佔24%、歐洲8%、中南美7%、台灣5%、中東4~5%、東南亞2~3%，目前各胎別銷售比重以轎車胎約佔35%為最大，其次為機車胎約佔28~29%，自行車胎的比重從以往的約27%明顯下降至21~22%，近期機車市場市況好轉帶動機車胎比重上升，兩輪胎產品一直都是建大的重點產品也具國際性地位，工業用車胎在全球也居領先地位，汽車胎從2000年才開始切入因此競爭力相對較差，會持續開發國際車廠客戶，未來會先切入中國品牌車廠，並跨入中國AM市場，持續往大胎市場發展的營運方向及策略不變。

◆ 2018年本業獲利腰斬，淨利成長來自於業外匯兌

受到美國對中國輪胎業祭出雙反制裁的影響，近年來中國輪胎市場的競爭轉趨激烈，雖然2016年整體供需狀況逐步改善，然而2H16過後相關原材料的價格隨著油價反彈而大幅上漲且波動劇烈，輪胎廠短時間內難以將成本充分轉嫁給客戶，加上國際匯率波動甚鉅，導致整體毛利率受到影響，不過建大中國市場的佔比相對較低，主要產品為摩托車胎及自行車胎，整體而言受到中國輪胎市場競爭激烈的衝擊相對較小。

建大的EPS由2016年的3.54元大幅滑落至2017年的0.38元，獲利創2005年以來新低，獲利主要深受原材料價格及匯率波動的影響，2018年只有摩托車產品相對較好，自行車跟轎車都是衰退，新車跟修補市場的量都下滑，加上原材料價格持續上漲且中國與東南亞市場的競爭持續加劇，導致毛利率由2017年的19.85%持續走低至2018年的17.94%，營業利益率由3.86%降至1.81%，營業利益5.7億元(YoY-51.66%)，歸屬母公司淨利6.89億元(YoY+109.49%)，獲利呈現倍增主要來自於業外匯兌的差異，2017年匯兌損失為6.56億元，2018年匯兌收益3.16億元，如果排除匯兌的影響，事實上本業的獲利表現仍低於預期，且2018年的營收成長是因為合併歐洲Starco，如果扣掉Starco的貢獻，營收將呈現衰退。

◆ 市場競爭加劇且成本無法充分轉嫁，利潤空間持續遭壓縮

2018年自行車及轎車胎皆衰退約10%、摩托車胎大致持平，產品價格沒有太大變化，原材料佔成本約70%，其中天然橡膠及合成橡膠約佔原材料的50%，2018年由於原材料上漲但是難以充分轉嫁給客戶，且輪胎廠要反應原材料價格的漲跌大約需要3個月的時間，毛利率持續遭到壓縮是因為原材料價格大部分都只能自行吸收，修補市場雖然有漲價，但是組車廠無法漲價反而因為同業搶單而降價，2019年中國車市持續衰退的機率不低，終端的需求量在減少但是供給的輪胎廠數量並沒有下降，價格競爭持續激烈，因此毛利率將持續承壓，後續的毛利率仍將深受原材料價格及國際匯率的影響。

◆ 中國同業退出市場有利產業秩序好轉

中國輪胎廠陸續歇業、關廠，有利於產業秩序轉佳，2018年輪胎廠共消失約70~80家，中、低端市場競爭有稍微緩和，但整體效應並不明顯，且中國輪胎廠商在離開中國前往東南亞後，將不再具有官方的保護傘保護，未來的競爭將站在同一立足點上，且東南亞市場大多都抵制中國輪胎廠，加上中國的自行車生產線也陸續移往東南亞，還有近期貿易戰的紛擾，因此建大越南的新廠已經吸引很多客戶前來詢問，有利於建大越南廠的後市。由於貿易戰的紛擾未止，陸續有客戶開始洽詢轉單，2019年代工業務會持續增加對營運帶來正面挹注，為了提升產能利用率及獲利，建大未來將繼續增加加工比重，不會再堅持只做品牌不做代工的策略。

◆ 越南及印尼新廠貢獻將持續放大

在印尼廠及越南二廠的產量進度方面，2座新廠皆於2017年正式投產，其中越南二廠於4Q17開始試產，以轎車胎為主要產品，目前日產能約2千條，由於台灣廠產能不足而中國廠又受到美國雙反限制，因此越南廠會是銷售美國地區的主力，將鎖定北美售後服務市場，以尺寸較大的SUV用胎為主，2019年預計將增資擴充產能，預計年底日產能達到1萬條，中期目標是達到日產能2.5萬條的水準，未來越南廠將會成為集團內產值最高的廠區。另外在印尼廠方面，已於2Q17正式投產，目前自行車日產能約2萬多條，摩托車約5~6千條，初期規劃生產機車胎及自行車胎等小胎，第二期產能規劃生產轎車胎，目前以當地內銷市場為主，印尼廠距離經濟規模還有一段距離，短期內仍難以對營運產生正面貢獻。

◆ 2019年展望仍保守

展望後市，原材料及匯率走勢仍是影響整體營運的關鍵，近期因為油價上漲帶動人造膠價格上揚，天然膠長期而言因為中國大陸輪胎廠陸續退出，總需求降低但是天然膠的供給在2019年達到最高，預計到2024年之前供給都不會太低，長期價格要看供需變化，預期2019年天然膠的價格會下跌，人造膠價格會跟著石油走繼續跟天然膠脫鉤，價格趨勢仍不易預估。

目前看來2019年中國車市持續衰退的機率不低，衰退幅度能否持續收斂仍待觀察，建大1Q19營收YoY-2.93%，毛利率將受到工作天數較少的影響，且因為人民幣升值將產生匯兌損失，預期1Q19的獲利狀況仍偏弱，目前尚未看到產業景氣好轉的跡象，不過2019年代工比重將持續上升，目前代工的利潤並不比交給組車廠差，代工業務比重增加將有利於整體營運，但毛利率主要仍取決於原材料價格的走勢，業外的部分主要仍深受匯率波動的影響，日盛預估建大2019年EPS0.73元，由於整體輪胎業供過於求的狀況不變，且目前整體營運能見度仍不高，投資評等維持持有，持續靜待產業景氣循環反轉訊號出現。

### 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
20190419	持有	33.0
20180823	持有	36.0
20180423	持有	39.0

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	30,533	31,526	31,677	7,860	7,877	8,345	7,824	7,480	7,646	8,387	7,924	7,720
營業毛利	6,062	5,655	5,838	1,509	1,432	1,507	1,330	1,386	1,379	1,575	1,468	1,416
營業費用	4,883	5,084	5,108	1,339	1,227	1,281	1,290	1,286	1,282	1,280	1,272	1,275
營業利益	1,179	570	730	170	204	226	41	99	97	295	197	141
營業外收支	-520	591	230	-143	-260	419	349	82	30	50	100	50
稅前純益	659	1,161	960	27	-55	645	390	182	127	345	297	191
稅後純益	329	689	638	-11	-178	498	285	84	93	223	203	119
最新股本	8,744	8,744	8,744	8,744	8,744	8,744	8,744	8,744	8,744	8,744	8,744	8,744
稅後 EPS (元)	0.38	0.79	0.73	-0.01	-0.20	0.57	0.33	0.10	0.11	0.25	0.23	0.14
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	19.85	17.94	18.43	19.2	18.18	18.06	17	18.52	18.04	18.78	18.53	18.34
營業利益率	3.86	1.81	2.3	2.16	2.6	2.71	0.52	1.33	1.27	3.52	2.48	1.83
稅前純益率	2.16	3.68	3.03	0.34	-0.7	7.73	4.98	2.43	1.66	4.12	3.74	2.48
稅後純益率	1.08	2.19	2.01	-0.15	-2.26	5.97	3.65	1.12	1.22	2.65	2.56	1.54
<b>YoY(%)</b>												
營收	3.52	3.25	0.48	9.29	7.85	6.96	3.4	-4.84	-2.93	0.5	1.27	3.21
營業利益	-64.81	-51.66	28.06	-74.48	-52.99	-11.77	-87.27	-41.54	-52.49	30.71	384.4	42.24
稅前純益	-82.65	76.11	-17.32	-97.38	37.04	279.41	85	576.34	--	-46.5	-23.91	5.25
稅後純益	-89.36	109.49	-7.43	-10.69	45.38	9,413.2	117.64	--	--	-55.27	-28.81	41.71
<b>QoQ(%)</b>												
營收				3.87	0.21	5.95	-6.24	-4.4	2.22	9.68	-5.52	-2.58
營業利益				-46.7	20.31	10.48	-82.04	144.81	-2.22	204	-33.43	-28.11
稅前純益				-87.25	1,184.37	--	-39.6	-53.37	-30.05	171.58	-14.1	-35.49
稅後純益				473.18	--	--	-42.69	-70.62	11.46	138.33	-8.78	-41.52

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	25,263	23,623	23,623
現金及約當現金	10,008	10,190	10,190
公允價值衡量金融資產	1	1	1
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	7,316	7,571	7,571
非流動資產	15,690	16,527	16,527
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	12,079	14,065	14,065
無形資產	66	65	65
資產總計	40,953	40,149	40,149
流動負債	9,381	10,092	10,092
短期借款	1,308	1,252	1,252
非流動負債	12,375	11,041	11,041
負債總計	21,755	21,133	21,133
股本	8,744	8,744	8,744
普通股股本	8,744	8,744	8,744
資本公積	0	0	0
保留盈餘	11,531	11,241	11,241
庫藏股票	0	0	0
股東權益	19,198	19,016	19,016
每股淨值(元)	21.95	21.75	21.75
流動比率(%)	269.31	234.07	234.07
速動比率(%)	184.63	154.83	154.83
應收帳款週轉率(%)	7.51	7.73	1.89
負債比率(%)	53.12	52.64	52.64
稅後股東權益報酬率(%)	1.62	3.61	0.44

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	654	1,139	1,139
折舊及攤提費用	1,112	1,261	1,261
利息費用	193	219	219
股利收入	-41	-102	-102
權益法認列關聯企業損益	-1	-4	-4
處分不動產、廠房及設備	-1	-11	-11
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	-216	171	171
存貨增減	-1,295	-193	-193
應付帳款增減	192	-51	-51
營業活動現金流量	-651	2,075	2,075
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	-1,273	-1,316	-1,316
處分不動產、廠房及設備	44	83	83
投資活動現金流量	-2,626	-554	-554
短期借款增減	-127	-61	-61
長期借款增減	298	41	41
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-1,749	-1,049	-1,049
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-1,579	-1,220	-1,220
淨現金流量	-5,205	181	181

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年4月19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