

個股報告

2012年2月10日

名稱(代碼)	評等	投資建議
三洋電(1614)	買進	<ul style="list-style-type: none"> ● 回顧三洋電2011年營收金額62.80億元，YoY-10.01%，IBTSIC預估稅後盈餘4.1億元，YoY+27.04%，稅後EPS 1.3元。 ● IBTSIC預估三洋電2011年股利政策，EPS預估值1.3元，股利發放率85%計算，推估現金股利1.1元，現金殖利率3.6%。 ● 受惠政府節能家電補助政策，三洋電01/2012營收金額7.46億元，MoM+63.6%，YoY+13.4%。IBTSIC預估三洋電2012年營收金額64億元，YoY+1.9%，稅後盈餘2.21億元，YoY-46.1%，稅後EPS 0.7元。 ● 捷運新莊線已於01/05/2012通車，三洋電泰山廠基地面積23,019坪，位於新莊捷運線丹鳳站出口100公尺內，IBTSIC推估泰山廠每坪土地行情50萬計算，市場價值115億元，潛在利益105億元，貢獻三洋電EPS 33元。 ● 投資建議：買進，目標價PBR 2.3X。(以2012年底淨值17元為計算基礎)

前次評等

區間操作

洪國峰 titan.horng@ibts.com.tw 分機：2117

營運分析

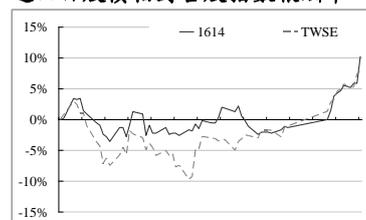
公司基本資料

收盤價 (02/09/2012)	30.20
股本(百萬)	3,166
負債比(%)	24.10
總市值(億)	95.60
近20交易日均量(張)	223
融資餘額 (02/09/2012)	2,402

公司簡介

三洋電為國內家電廠商之一，資本額 31.66 億元，在國內家電廠商來說，屬於資本額最小的家電商，產品主要以白色家電為主，如冷氣、冰箱與洗衣機等，佔了三洋電營收比重達 68~72%。為其他家業者所不同的地方。另外三洋電最具價值的土地為泰山貴鳳街土地，位於捷運新莊線丹鳳站出口站三百公尺內，未來極具開發價值。

近60日股價相對台股指數報酬率



本業營運概況

三洋電營收結構主要分別電化產品、無線產品與租賃收入。在電化產品方面，主要產品為冰箱、冷氣機與洗衣機等，其中冷氣占電化產品比重約45~50%、冰箱占電化產品比重為24~27%、洗衣機占電化產品比重為23~29%。

近20日融資變化及法人買賣超(張)

融資	-79
投信	-11
自營商	-11
外資	-359

資料來源：IBTSIC彙製

回顧2011年，三洋電電化產品營收金額44.97億元，YoY-14.4%，整體毛利率15~20%，衰退主因在於國內政府規定在07/01/2011開始銷售的冰箱與冷氣中的冷煤必需是環保冷煤，促使國內家電業者在2Q11降價出清庫存，同業競爭激烈，導致三洋電電化產品營收與毛利率同步下滑。

展望2012年，在政府補助節能家電，每台補助2000元情況下，可望刺激國內家電市場買氣，IBTSIC推估電化產品2012年營收金額46~47億元，YoY+2.3~4.5%，毛利率可望回升至18~22%水準。

個股報告

2012年2月10日

無線產品方面，主要為LCD TV電視、收音機、音響與電話機等，主要以LCD TV占大宗，整體無線產品毛利率為8~12%。回顧2011年，三洋電無線產品營收金額16.59億元，YoY+2.8%。展望2012年，IBTSIC預估無線產品營收金額16.25億元，YoY-2.0%。

租賃收入方面，三洋電擁有北市忠孝西路、松江路與新莊地區土地與建物供出租收取租金收入，平均毛利率 60~65%，回顧 2011 年，三洋電租金收入金額 1.24 億元，YoY+10.7%，展望 2012 年，IBTSIC 預估三洋電租金收入金額 1.25 億元，YoY+0.8%。

表一、三洋電營收結構

營收金額(百萬元)	2010	2011(f)	2012(f)	毛利率
電化產品	5,253	4,497	4,650	15~25%
無線產品	1,614	1,659	1,625	8~12%
租賃收入與其他	112	124	125	60~65%
合計	6,979	6,280	6,400	

營收比重

電化產品	75.3%	71.6%	72.7%
無線產品	23.1%	26.4%	25.4%
租賃收入與其他	1.6%	2.0%	2.0%
合計	100.0%	100.0%	100.0%

營收YoY

電化產品	6.3%	-14.4%	3.4%
無線產品	23.1%	2.8%	-2.0%
租賃收入與其他	-6.7%	10.7%	0.8%
合計	9.5%	-10.0%	1.9%

資料來源：三洋電&IBTSIC 彙整

● 土地資產概況

三洋電全省資產眾多，位於台北市、新北市、台中市、桃園縣、台南縣與花蓮市等，合計土地面積達 4.4 萬坪，帳面價值 12.05 億元，每年貢獻租金收入 1.2 億元，IBTSIC 推估三洋電土地資產潛在利益 145 億元，貢獻 EPS 45.8 元。



個股報告

2012年2月10日

表二、三洋電土地資產概況

位置	土地面積 (坪)	帳面價值 (億元)	潛在利益 (億元)	每年租金收入 (百萬元)	目前用途或規劃
台北市忠孝西路建物	28	0.20	1.54	6.00	出租補教業者
台北市松江路辦公大樓	354	1.23	15.47	18.00	出租與自用
台北縣新莊下坡角度	350	0.35	1.05	1.20	出租餐廳業者
台北縣新莊壽山路	2,534	0.63	6.97	12.00	出租廢家電回收廠
台北縣泰山鄉貴鳳街	23,019	5.71	105.00	0.00	生產基地
台北縣樹林市佳園路	7,874	0.20	6.67	55.00	出租統一超
台中市復興路	1,040	2.89	8.26	25.00	出租
桃園縣大溪康莊路	3,425	0.12	0.00	4.80	出租與自用
台南縣永康市鹽行土地	4,197	0.59	0.00	0.00	南部辦公室
花蓮市美工六街	1,384	0.13	0.00	0.00	東部辦公室
合計	44,205	12.05	144.96	122.00	

資料來源：三洋電&IBTSIC 彙整

● 台北縣土地資產

三洋電在台北縣土地主要有四筆，兩筆新莊、一筆泰山、一筆樹林。在新莊鑄造廠壽山路方面，土地面積2,534坪，帳面價值0.63億元，若每坪土地市價30萬元計算，市場價值7.6億元，潛在利益可達6.97億元，目前出租予廢家電回收業者，貢獻每年租金收入0.12億元。

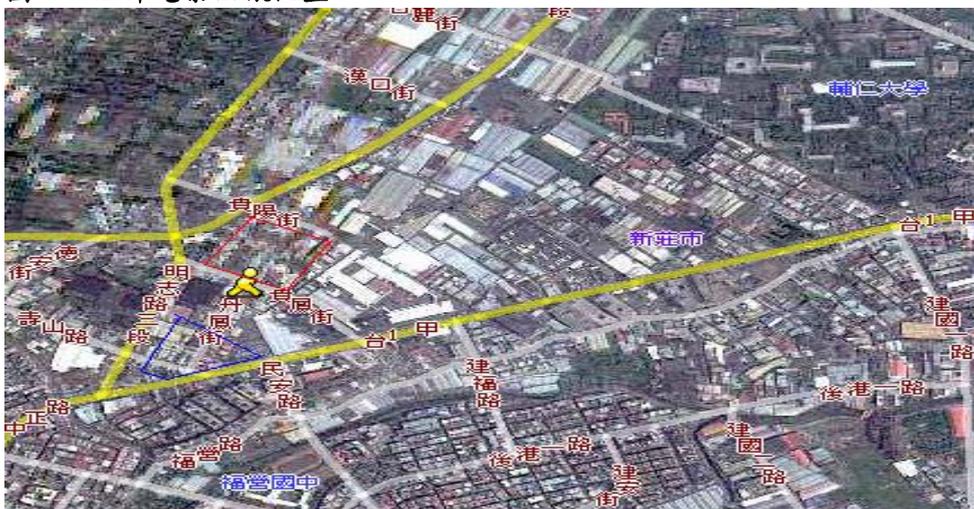
新莊下坡角度建福路土地面積350坪，帳面價值0.35億元，每坪40萬元計算，市場價值1.4億元，潛在利益1.05億元，目前出租餐廳供停車場使用，貢獻年租金收入120萬元。

樹林佳園路土地面積為7,874坪，土地帳面價值0.2億元、建物帳面價值1億元，土地每坪10萬元計算，市場價值可達7.87億元，潛在利益可達6.67億元，目前出租予統一超商集團供物流使用，貢獻年租金收入0.55億元。

泰山貴鳳街土地面積23,019坪，土地帳面價值3.74億元、建物帳面價值1.97億元，為三洋電生產基地，位於新莊捷運線丹鳳站出口100公尺內，將配合新莊捷運線通車後，進行實質開發計畫，目前初步朝自辦都更或公辦都更兩方面進行。三洋電已向台塑購買三峽11,705坪土地，將泰山廠的生產線移至三峽土地，預計最快將在2012年下半年進行土地變更流程，2014年進行實質開發計畫，IBTSIC推估泰山廠每坪土地行情50萬計算，市場價值115億元，扣除土地與建物帳面價值5.71億元與土地增值稅4.29億元，潛在利益105億元，貢獻三洋電EPS 33元。

**個股報告**

2012年2月10日

圖一、三洋電泰山廠位置

(圖中紅色框框為三洋電泰山廠位置，藍色框框為捷運丹鳳站位置)

資料來源：三洋電&IBTSIC 彙整

表三、泰山廠土地價值情境分析

每坪土地價格(萬元)	40	50	60	70
土地面積(坪)	23,019	23,019	23,019	23,019
泰山廠土地市場行情(億元)	92.08	115.10	138.11	161.13
土地與建物成本(億元)	5.71	5.71	5.71	5.71
土地增值稅(億元)	4.29	4.29	4.29	4.29
潛在利益(億元)	82.08	105.10	128.11	151.13
貢獻EPS(元)	25.9	33.2	40.5	47.7

資料來源：三洋電&IBTSIC 彙整

● **台北市與台中市土地資產**

三洋電在台北市資產主要有兩筆，分別為忠孝西路建物與松江路三洋電機大樓。在忠孝西路資產方面，土地持有面積 28 坪，建物面積 290 坪，帳面價值 0.2 億元，每坪建物市價 60 萬元計算，市場價值 1.74 億元，潛在利益可達 1.54 億元，目前出租補教業者，貢獻年租金收入 600 萬元。

松江路辦公大樓方面，土地面積為 354 坪，建物面積 2,420 坪，合計帳面價值為 1.47 億元，若以隔壁興富發先前取得「宜進大樓」總價 18.69 億元，換算每坪土地 425 萬，若換算每坪建物成本 62 萬元，IBTSIC 以每坪建物 70 萬元計算，市場價值 16.94 億元，扣除土地與建物成本 1.47 億元，潛在利益 15.47 億元，目前三洋電自用 660 坪、出租 1,210 坪、未出租面積 550 坪，貢獻年租金收入為 1,800 萬元。

個股報告

2012年2月10日

台中資產方面，有兩筆，皆位於台中復興路與文心南路口，一筆土地520坪，帳面成本0.06億元，目前為閒置中，另一筆520坪土地，土地帳面成本0.06億元，為台中三洋電營業大樓，建物面積5,700坪，帳面成本2.77億元，若以閒置土地每坪市價50萬元計算，建物每坪15萬元計算，合計台中資產市場價值11.15億元，扣除合計帳面成本2.89億元，潛在利益8.26億元，台中復興路資產貢獻每年租金收入2,500萬元。

● 2010~2011年獲利預估

三洋電2011年在國內政府規定在07/01/2011開始銷售的冰箱與冷氣中的冷煤必需是環保冷煤，促使國內家電業者在2Q11降價出清庫存，同業競爭激烈，導致三洋電本業營收與毛利率同步下滑，但所幸在業外投資利益達3億元，帶動三洋電2011年獲利逆勢成長。回顧三洋電2011年營收金額62.8億元，YoY-10.01%，IBTSIC預估營業利益1.24億元，YoY-63.82%，稅後盈餘4.10億元，YoY+27.04%，稅後EPS 1.30元。

展望2012年，在政府補助節能家電，每台補助2000元政策推動，可望刺激國內家電市場買氣，將有助於三洋電本業獲利成長，但在缺少業外利益貢獻之下，三洋電2012年整體獲利恐將面臨下滑。IBTSIC預估三洋電2012年營收金額64.0億元，YoY+1.91%，營業利益2.43億元，YoY+96.69%，稅後盈餘2.21億元，YoY-46.1%，稅後EPS 0.70元。

● 股利政策

觀察三洋電往年股利政策，皆配發現金股利為主。回顧三洋電2010年股利政策配發現金股利0.92元、股利發放率87%。IBTSIC預估三洋電2011年股利政策，EPS預估值1.3元，股利發放率85%計算，推估現金股利1.1元，現金殖利率4~4.2%。

表四、歷年股利政策表

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年(F)
每股盈餘(元)	1.43	1.36	0.93	0.74	1.05	1.30
現金股利(元)	1.18	1.12	0.32	1.15	0.92	1.10
股票股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利發放率(%)	82.5%	82.0%	34.1%	155.4%	87.4%	84.6%

資料來源：IBTSIC彙整



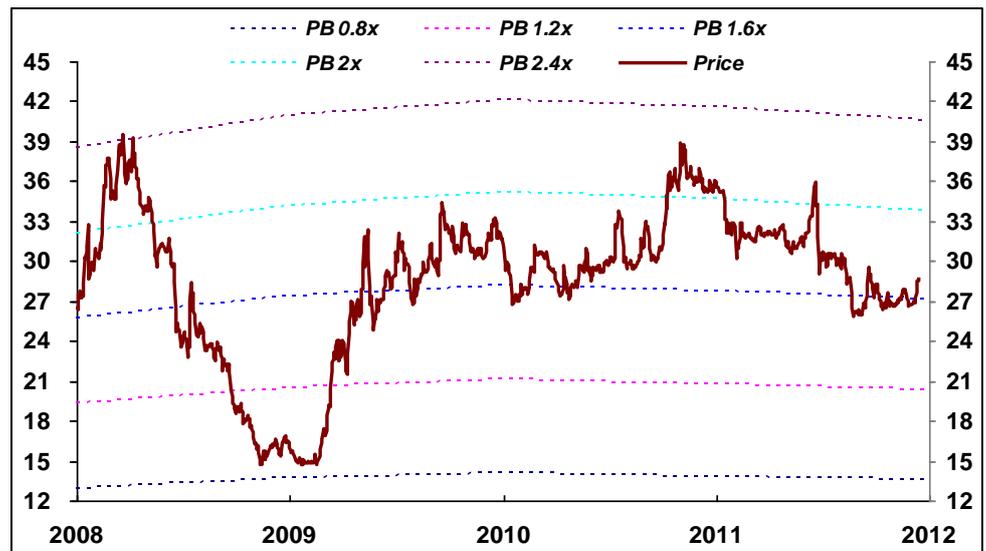
個股報告

2012年2月10日

● 投資建議：

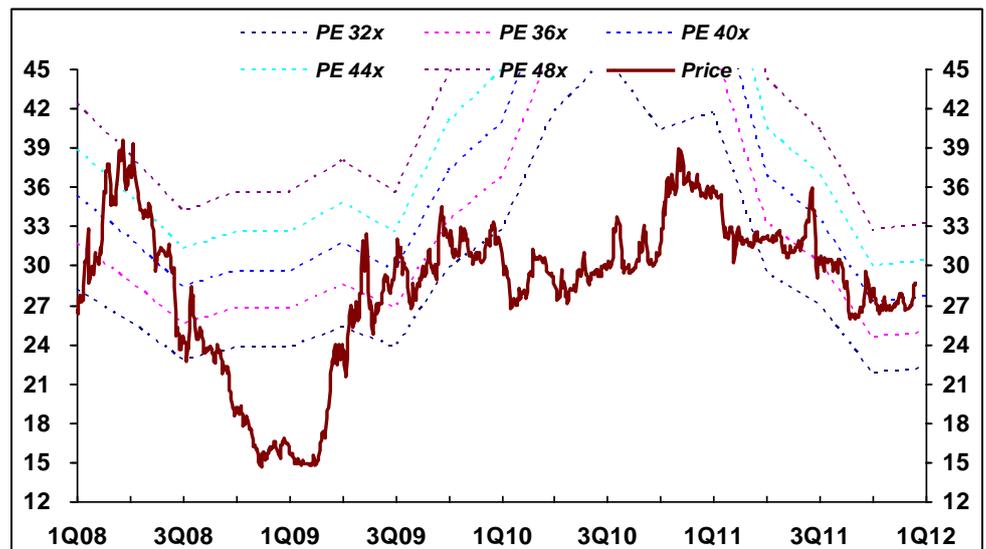
投資建議：買進，目標價PBR 2.3X（以2012年底淨值17元為計算基礎）。

圖二：三洋電PB Band



資料來源：IBTSIC

圖三：三洋電PE Band



資料來源：IBTSIC

個股報告

2012年2月10日

單位：佰萬元

簡明損益表	2010	2011(f)	2012(f)	4Q11(f)	1Q12(f)	2Q12(f)	3Q12(f)	4Q12(f)
營收	6,979	6,280	6,400	1,238	1,588	1,805	1,742	1,265
毛利	1,274	1,039	1,139	190	269	339	311	220
營業費用	933	916	896	180	220	243	239	194
營業利益	341	124	243	10	49	96	72	26
業外收入	110	360	40	46	5	8	12	15
業外支出	58	60	23	22	4	6	8	5
稅前利益	393	423	260	34	50	98	76	36
稅後淨利	323	410	221	29	43	83	65	31
股本	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166
稅後EPS(元)	1.02	1.30	0.70	0.09	0.13	0.26	0.20	0.10
經營效率(%)								
毛利率	18.26%	16.55%	17.80%	15.35%	16.94%	18.78%	17.85%	17.39%
營業利率	4.89%	1.97%	3.80%	0.81%	3.09%	5.32%	4.13%	2.06%
稅前淨利率	5.63%	6.74%	4.06%	2.75%	3.15%	5.43%	4.36%	2.85%
稅後淨利率	4.62%	6.53%	3.45%	2.33%	2.68%	4.61%	3.71%	2.42%
季成長率(%)								
營收 QoQ				-23.70%	28.27%	13.66%	-3.49%	-27.38%
毛利 QoQ				-12.87%	41.58%	26.02%	-8.26%	-29.26%
營業利益 QoQ				8.03%	390.00%	95.92%	-25.00%	-63.89%
稅前利益 QoQ				-73.76%	47.06%	96.00%	-22.45%	-52.63%
稅後淨利 QoQ				-74.47%	47.06%	96.00%	-22.45%	-52.63%
年成長率(%)								
營收 YoY	9.46%	-10.01%	1.91%	-13.04%	8.16%	-7.49%	7.36%	2.18%
毛利 YoY	7.51%	-18.44%	9.61%	-7.07%	-2.13%	-4.84%	42.62%	15.79%
營業利益 YoY	15.71%	-63.82%	96.69%	-75.64%	50.76%	33.73%	677.79%	160.00%
稅前利益 YoY	16.54%	7.81%	-38.59%	44.70%	-67.70%	-6.72%	-41.34%	5.88%
稅後淨利 YoY	37.49%	27.04%	-46.10%	72.35%	-73.59%	-22.16%	-42.93%	5.88%

資料來源：IBTSIC

訊息揭露及說明

- 本文件係僅供公司內部參考使用，資訊內容將力求正確，惟進行投資決策時，請投資人依據個人專業判斷，本公司不作任何資訊及獲利保證。
- 投資評等說明

評等	隱含報酬率空間
強力買進	> 50%
買進	30%~50%
區間操作	預期股價波動區間 < 30%
觀望	<ul style="list-style-type: none"> ● 建議降低持股 ● 近期股價將呈持平走勢 ● 無法由基本面給予合理評等