

個股報告

2012年5月16日

名稱(代碼)	評等	投資建議
--------	----	------

正新(2105)	區間操作	<ul style="list-style-type: none"> ● 2012年兩岸新廠產能已逐漸投入，中國輪胎市場成長趨勢仍向上，正新轉投資中國營收將呈現逐年成長。 ● 合成橡膠價格對下游輪胎業者，具有成本優勢，推升1Q12正新毛利成長。 ● IBTSIC預估2012年合併營收1366.34億元，YoY+13.9%，毛利率18.78%，稅前獲利166.4億元，稅後EPS5.75元。 ● 投資建議：PER11~15X區間操作(以2012年底EPS為計算基礎)。
----------	------	--

前次評等

-

林秋香 mandy.lin@ibts.com.tw 分機：2661

營運分析

基本資料

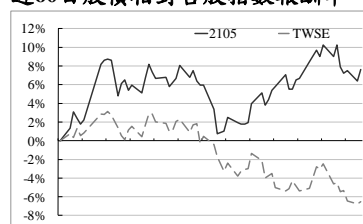
收盤價 (05/15/2012)	72.10
股本(百萬)	24,725
負債比(%)	33.72
總市值(億)	1,782.70
近20交易日均量(張)	6,157
融資餘額 (05/15/2012)	10,423

公司基本介紹：

正新為全華人最大輪胎製造商，全球輪胎排名第十名，目前生產基地遍及兩岸及東南亞地區，轎車胎以瑪吉斯(MAXXIS)品牌享譽全球，銷售國家約170餘國，品牌價值約3.35億元美金，在中國正新以雙品牌行銷，初期主攻中國修補市場，未來將逐步打進組車廠市場，目前組車廠以上海及昆山為主。

正新2011年產品佔營收比重，PCR佔36%，TBR佔21%，MC佔11%，內胎佔10%，BC佔7%，大車胎比重較高；就區域別比重，正新仍以大中華區(含台灣)市場為主，佔整體63%比重。

近60日股價相對台股指數報酬率

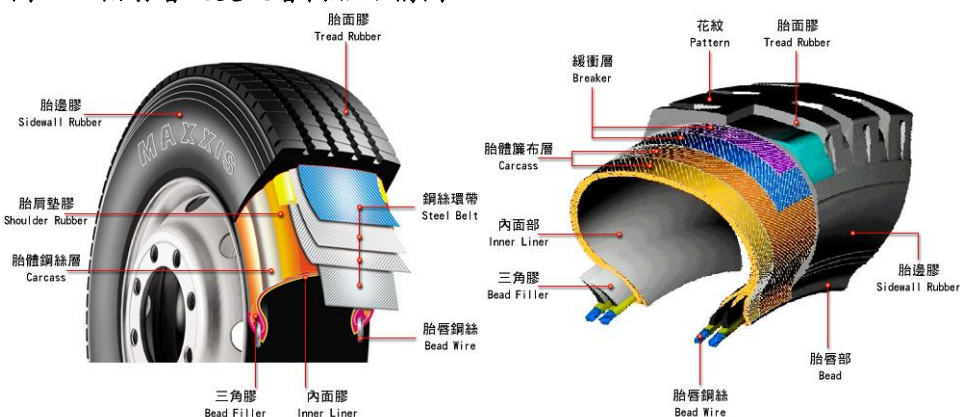


近20日融資變化及法人買賣超(張)

融資	-1,444
投信	10,385
自營商	-1,427
外資	-16,347

資料來源：IBTSIC彙製

圖一、幅射層及交叉層輪胎結構圖



資料來源：正新



個股報告

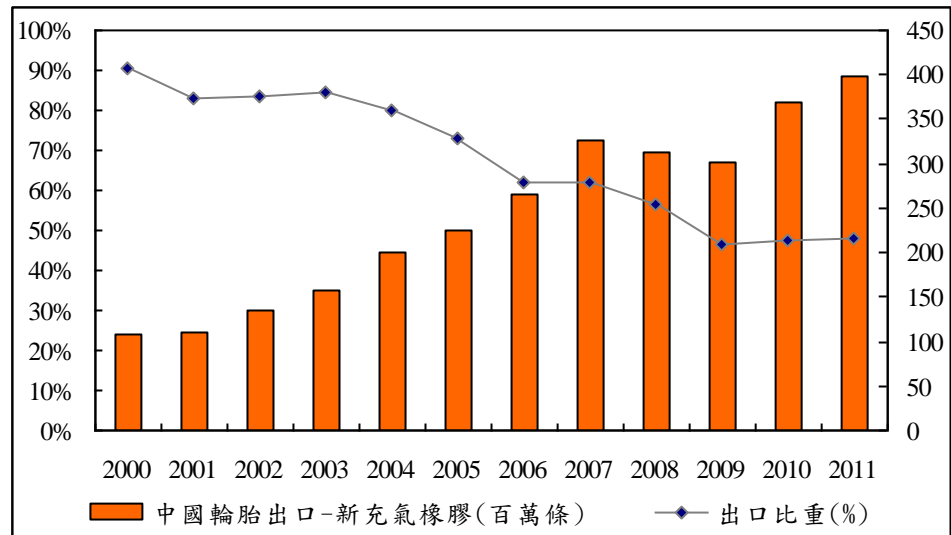
2012年5月16日

● 中國輪胎市場集中度低，隨著汽車保有量增加，輪胎內需市場逐漸壯大

由於中國輪胎產業集中度較低，全球前三名輪胎企業，全球市佔率超過五成，中國前十名輪胎企業市佔率還不足四成，儘管如此，中國仍具有生產成本優勢，中國所生產的輪胎，隨著汽車保有量逐年增加下，輪胎內需市場崛起，中國輪胎外銷比重正逐年降低，以2011年中國總共生產外胎8.27億條，YoY+6.01%，出口輪胎3.97億條，比重為48.07%，輻射胎共生產3.92億條，YoY+8.25%，輻射胎佔外胎比重超過45%，IBTSIC預估2012年中國外胎生產將達9.28億條，YoY+12.32%，輻射胎生產4.48億條，YoY+14.31%。

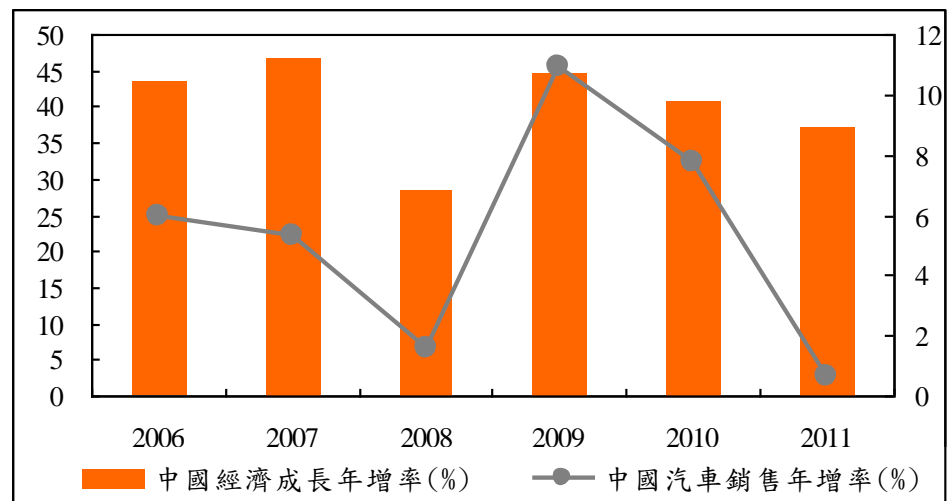
圖二、中國輪胎出口及出口比重

單位：百萬條；%



圖三、中國經濟成長年增率及汽車銷售年增率

單位：%



資料來源：中國統計局；IBTSIC 整理

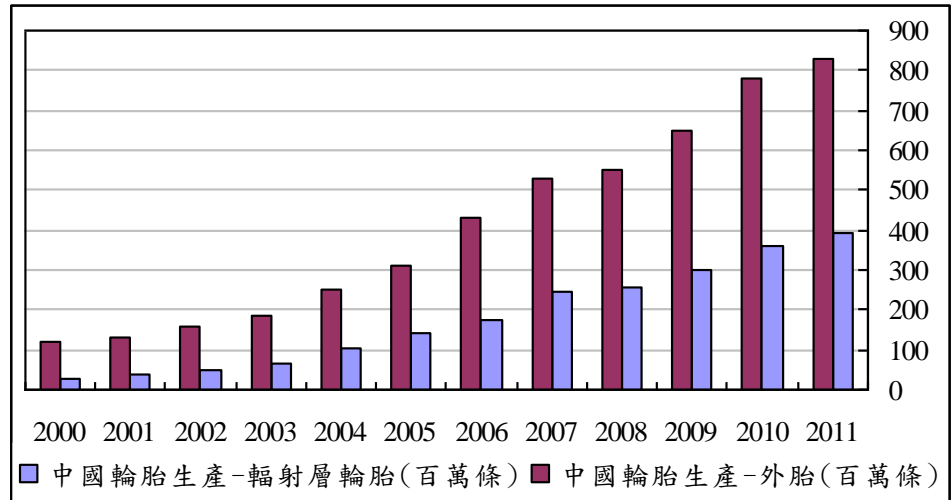


個股報告

2012年5月16日

圖四、中國每年外胎及輻射層輪胎總需求

單位：百萬條



資料來源：IBTSIC整理

**個股報告**

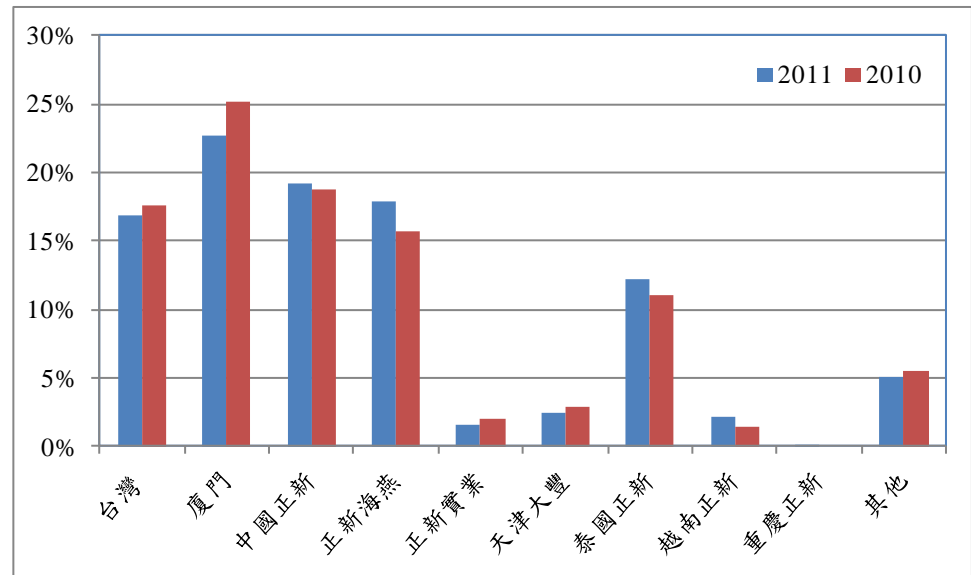
2012年5月16日

- 2012年兩岸新廠產能已逐漸投入，中國輪胎市場成長趨勢仍向上，正新轉投資中國營收將呈現逐年成長

台灣正新2011年營收突破200億元關卡，YoY+14.22%，佔營收比重小幅下滑至16.82%，中國正新合併營收766.91億元，YoY+19.03%，佔比重63.93%較去年小幅下滑，主要原因是泰國及越南營收成長幅度較大，台灣、中國、泰國、越南，主要地區營收比重分別成長14.22%、19.03%、32.03%、86.95%。

以2011年正新在中國營收貢獻，廈門正新營收272.79億元，YoY+8.37%，佔合併營收比重22.74%，是廈門正新在中國地區營收貢獻度最高，主要生產自行車、機車及卡車外胎；正新海燕主要生產卡車及客車外胎，2011年營收214.37億元，YoY+37.11%，為中國營收成長最高地區，佔合併營收比重17.87%。

除了台灣斗六廠在01/2012已正式投產，01/2012大陸重慶廠已小量出貨，04/2012漳州廠也已開始投產，2Q12廈門新廠試車後即可投入生產，相較同業而言，正新目前已備妥產能，可隨市場需求做調整，即使2012年中國輪胎需求成長力道，不如2011年來的快速，但在中國輪胎市場逐漸壯大下，正新營收成長動能無虞。

圖五、正新各廠佔營收比重

資料來源：正新；IBTSIC整理

個股報告

2012年5月16日

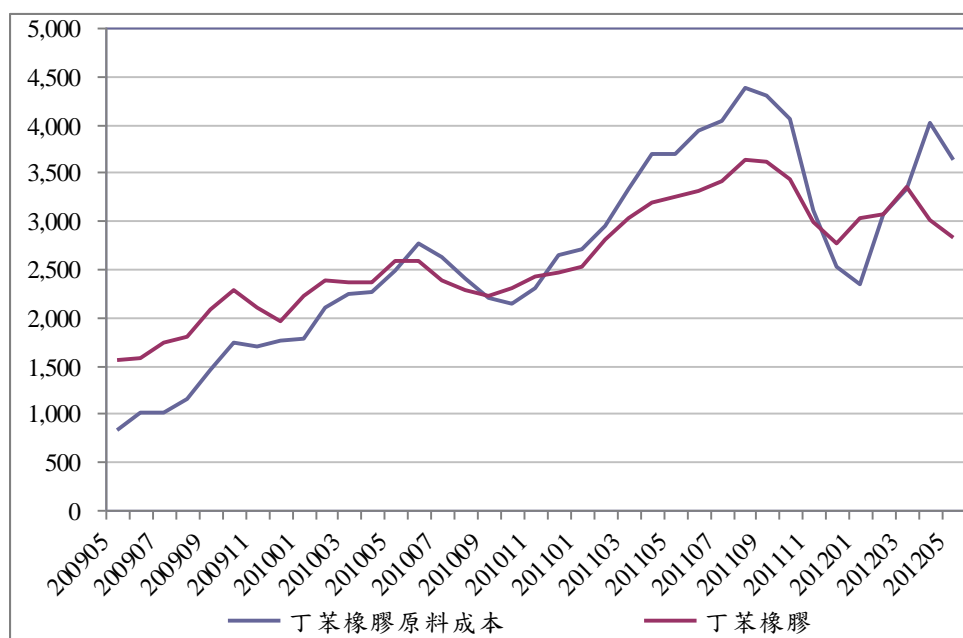
● 合成橡膠價格對下游輪胎業者，具有成本優勢，推升正新1Q12毛利成長

目前全球煉油最大日產能為9,760萬桶，營運總產量為8,830萬桶，營運率90.47%，停產總產能926萬桶，MoM-0.5%，1Q12下游需求仍相對偏弱，尤其是歐洲地區經濟展望不佳，原油庫存大幅上升，國際原油價格走勢疲弱，煉油廠復工速度遲緩，在裂解價差縮小下，壓縮煉油利潤，部份煉油廠在淡季來臨前，已有提早在2Q12歲修停產。

IBTSIC預估2Q12丁二烯價格區間約落在每噸2,050~3,250美元，預估1H12受到歐洲主權債務影響，全球景氣趨緩下，丁二烯供過於求下，丁二烯價格預估2012年仍有修正的空間。雖然2Q12進入天然橡膠盛產期，但近期天然橡膠走勢相對抗跌，原因在於，2012年天然橡膠需求1,150萬噸，YoY+4.6%，供給1,142萬噸，YoY+5.16%，2012年天然橡膠短缺將由前年13.1萬噸縮小至7.7萬噸，在供需失衡情況逐漸改善下。

合成橡膠報價疲弱，石化中游擴產過快，導致供過於求，有助於正新毛利率持續改善。在庫存政策方面，正新近四年合併報表存貨週轉率為62.8天，目前存貨週轉率為67.66天，略高於平均，但旺季來臨之前，目前庫存水位仍在合理區間內。

圖六、合成橡膠現貨價與成本走勢



資料來源：IBTSIC預估

個股報告

2012年5月16日

● 2012年營收及獲利預估

受到1Q12合成膠成本下滑，毛利率由4Q11的18.78%，升至20.46%，1Q12合併營收307.64億元，優於IBTSIC預期，每股稅後獲利1.33元，展望2Q12合成膠供給過剩，價格將呈現弱勢整理，再加上輪胎消費傳統旺季將至，對輪胎產業後市仍不看淡。

正新2011年合併營收1199.61億元，YoY+20%，毛利率17.58%，稅前獲利108.63億元，稅後EPS 3.45元，IBTSIC預估2012年合併營收1366.34億元，YoY+13.9%，毛利率18.78%，稅前獲利166.4億元，稅後EPS5.75元。

● 股利政策

根據過去正新各年股利政策，2011年每股稅後盈餘3.45元為基礎，現金股利發放1.4元，股票股利發放1.4元，現金股利殖利率為1.92%，股利發放率為81.16%。

表二、各年股利政策

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
現金股利(元)	0.75	0.75	1.20	1.00	2.00	2.00	1.40
股票股利(元)	0.70	0.70	1.50	1.00	2.50	2.00	1.40
股利合計(元)	1.45	1.45	2.70	2.00	4.50	4.00	2.80
EPS(元)	1.25	1.61	4.27	2.37	8.15	5.01	3.45
現金股利殖利率(%)	2.66	1.29	2.76	1.55	2.39	2.28	1.92
股利發放率	116.00%	90.06%	63.23%	84.39%	55.21%	79.84%	81.16%

資料來源：IBTSIC預估

個股報告

2012年5月16日

● 未來成長動能

IBTSIC對正新未來營運動能，分下列幾點觀察：1). 2012年兩岸新廠產能已逐漸投入，中國輪胎市場成長趨勢仍向上，正新轉投資中國營收將呈現逐年成長；2). 合成橡膠報價疲弱，石化中游擴產過快，導致供過於求，有助於正新毛利率持續改善。；3). 未來在中國汽車保有量穩定增長，輪胎市場逐漸壯大下，正新營收成長動能無虞。

表三、國際輪胎產業評級

	國家	2011 P/E	2012(F) P/E	2011(F) P/B	2012(F) P/B	市值 (億)	流通在外 股數(億)
正新	台灣	12.54	11.16	2.61	2.11	1783	24.72
建大	台灣	14.68	12.14	1.57	1.39	237	6.89
Michelin	法國	6.82	6.39	0.99	0.86	94	1.80
Lanxess Ag	美國	5.22	4.16	2.97	1.73	25	2.45
Cheng shin Rubber	南韓	10.15	10.23	1.98	1.66	71225	1.52
Sumitomo Rubber	南韓	12.68	7.74	2.63	1.96	18747	0.95
Cooper Tire & Rubber	美國	7.03	5.82	1.41	1.14	9	0.62
Average		9.43	7.75	1.93	1.46		

資料來源：IBTSIC整理

● 投資建議

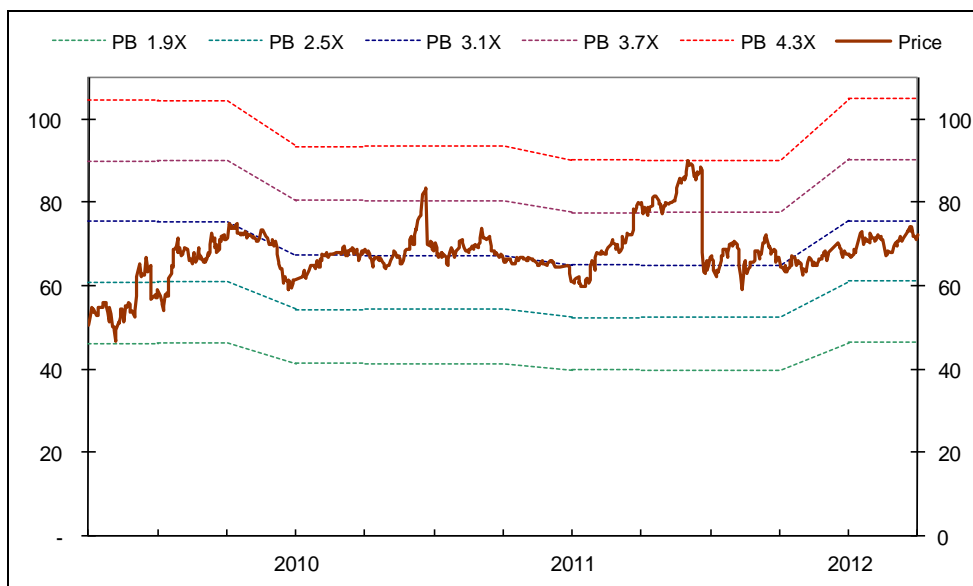
PER11-15X區間操作(以2012年底EPS為計算基礎)。



個股報告

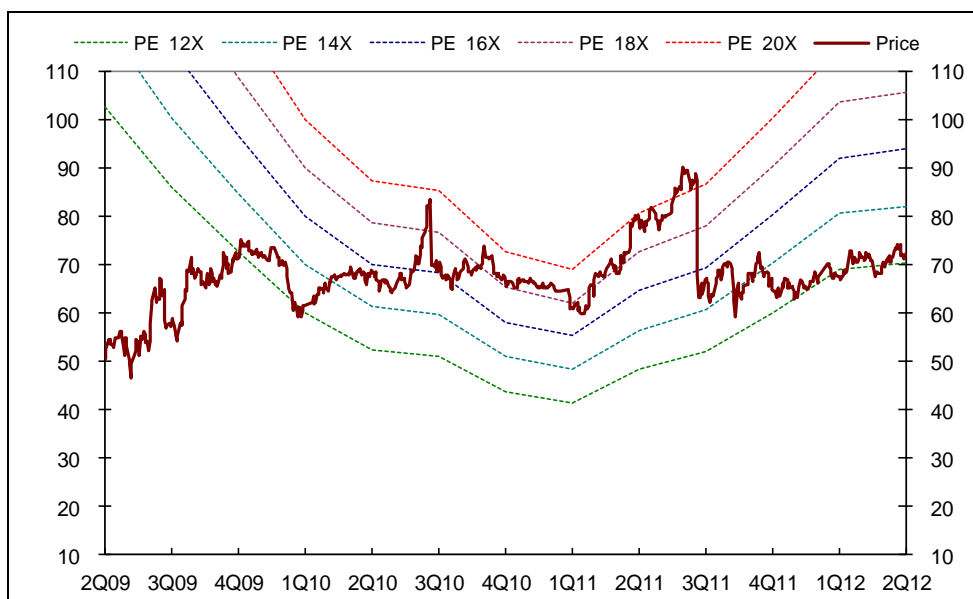
2012年5月16日

圖五、PB Band



資料來源：IBTSIC

圖六、PE Band



資料來源：IBTSIC

個股報告

2012年5月16日

單位：佰萬元

簡明損益表	2010	2011	2012(f)	1Q12	2Q12(f)	3Q12(f)	4Q12(f)
營收	99,970	119,961	136,633	30,764	34,760	34,066	37,044
毛利	20,940	21,093	25,659	6,293	6,340	6,261	6,764
營業費用	9,012	9,478	9,952	2,462	2,444	2,323	2,723
營業利益	11,928	11,615	15,707	3,831	3,897	3,938	4,042
業外收入	1,228	644	2,332	668	533	506	626
業外支出	844	1,396	1,400	421	347	320	312
稅前利益	12,313	10,863	16,639	4,077	4,083	4,124	4,356
稅後淨利	10,315	8,536	14,221	3,287	3,348	3,797	3,790
股本	20,604	24,725	24,725	24,725	24,725	24,725	24,725
稅後EPS(元)	5.00	3.45	5.75	1.33	1.35	1.54	1.53
經營效率(%)							
毛利率	20.95	17.58	18.78	20.46	18.24	18.38	18.26
營業利益率	11.93	9.68	11.50	12.45	11.21	11.56	10.91
稅前淨利率	12.32	9.06	12.18	13.25	11.75	12.11	11.76
稅後淨利率	10.32	7.12	10.41	10.68	9.63	11.14	10.23
季成長率(%)							
營收 QoQ	-	-	-	-5.37	12.99	-2.00	8.74
毛利 QoQ	-	-	-	8.82	0.75	-1.25	8.03
營業利益 QoQ	-	-	-	25.78	1.72	1.06	2.63
稅前利益 QoQ	-	-	-	43.18	0.14	1.01	5.62
稅後淨利 QoQ	-	-	-	67.58	1.86	13.40	-0.18
年成長率(%)							
營收 YoY	31.37	20.00	13.90	22.22	12.38	8.67	13.95
毛利 YoY	56.11	0.73	21.65	47.13	8.11	21.15	16.97
營業利益 YoY	100.72	-2.63	35.23	80.29	6.68	41.06	32.70
稅前利益 YoY	156.22	-11.78	53.18	82.62	22.58	68.19	52.96
稅後淨利 YoY	190.77	-17.24	66.59	78.00	28.79	78.29	93.24

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