

2H12 傳產股投資策略

原物料醞釀反彈契機；中國內需族群受惠政策激勵

重點摘要

- **原物料價格每逢長假必有轉折**：反映長假前、後，廠商對於市況預期落差的補庫存、去庫存動作。供需結構決定原物料中期價格趨勢，庫存變化、淡旺季效應、政府政策、突發因子（戰爭、天災、爆炸等）主宰短期價格的波動。大陸五一後，原物料價格紛紛跳水，尤以原油、煤炭、農產品等商品跌勢最凶。IBTSIC 考量大陸調降貸款利率、擴大基建投資審批、廠商減產去庫存、政策收購及保價等因子下，預期 4Q12 大陸十一長假前，原物料市況可望回溫。
- **建材以水泥為首選；塑料 EG 後勢看俏**：就建材產業比較，考量原料自給性、產業集中度、大廠價格決定度等因子，我們認為水泥〈鋼鐵〉平板玻璃。鋼鐵族群以電爐廠優於高爐廠。運輸類股~航空及貨櫃聚焦 3Q12 旺季效應，散裝航商聚焦超大型油輪市場復甦力道。西德州原油回測 60~80 美元/桶將出現強勁支撐，紐約棉花價格回到 60~70 美分/磅後勢並不悲觀，塑料中以 EG 報價可望反彈。
- **十二五規劃~大陸投資新方向、三大黃金週~營運趨動因子**：4Q12【習、李】上台象徵轉型、調結構為主體的十二五計劃亦將隨之主導大陸未來五年經濟發展。【高碳出口製造業】轉型為【低碳內需服務業】，實現國強、民富目標。預期【五年所得倍增】、【五年 3,600 萬保障房】、【汽車及家電補貼】、【全面擴大減稅】等政策將促使中國內需族群營運展動能。我們看好零售通路、汽車、自行車、保障房受惠股等族群。
- **傳產股投資組合**：
 原物料族群：台泥（1101）、東鋼（2006）、新興（2605）、華夏（1305）、東聯（1710）
 中國內需族群：中華（2204）、東陽（1319）、美利達（9914）、潤泰新（9945）、永大（1507）

曾耀德
yd.tzeng@ibts.com.tw
 26560780-2107

洪國峰
titan.horng@ibts.com.tw
 2656-0780-2117

林秋香
mandy.lin@ibts.com.tw
 2656-0780-2661

一、原物料醞釀反彈契機、中國內需族群勢之所趨

我們預期大陸十一長假前，原物料價格可望反彈，趨動因子為庫存回補、大陸政策放鬆、旺季效應等。

中國大陸2011年6月的調降基準利率、加速基建的審批（如：廣東及廣西地區停擺4年的湛江、防城精品鋼廠建設也已放行）、1.6升及以下的汽車每輛補貼3,000人民幣等政策。擴張性的貨幣及財政政策有滯後性，我們預期3Q12~4Q12更多的大陸激勵政策可望出爐，為目前低迷需求帶來活水。

原物料族群推薦投資組合中，我們看好台泥（1101）、東鋼（2006）、新興（2605）、華夏（1305）、東聯（1710）。

中國大陸十二五計劃是未來投資大方向。大陸整體產業將由【高碳出口製造業】轉型為【低碳內需服務業】，實現國強、民富目標。

預期【五年所得倍增】、【五年3,600萬保障房】、【汽車及家電補貼】、【全面擴大減稅】等政策將促使中國內需族群營運展動能。我們看好零售通路、汽車、自行車、保障房受惠股等族群。

中國內需推薦投資組合中，我們看好中華車（2204）、東陽（1319）、美利達（9914）、潤泰新（9945）、永大（1507）。

表一：2H2012 傳產股推薦組合

2H2012傳產股推薦組合													
族群	股票名稱	目標價	股價		EPS		股價評價			大陸獲利比重		營運趨動因子	
			2012/6/26	2012年	2011年	2012年	PBR	PER	殖利率	2012年	2011年		
原物料	1101 台泥	40	34.40	29	2.33	2.53	1.19	14	6%	31%	40%	2H12大陸水泥價格回升	
	2006 東鋼	33	27.70	25	2.63	2.27	1.12	12	6%	2%	2%	H型鋼寡佔報價高位有撐	
	2605 新興	32	25.90	27	3.09	3.12	0.97	8	6%			油輪後勢看俏	
	1305 華夏	12	8.94	13	(0.22)	1.58	0.72	6				VCM毛利維持高檔	
	1710 東聯	41	34.80	23	3.64	2.25	1.54	15	6%	10%	19%	EG、PTA市況4Q12將改善	
中國內需	2204 中華車	30	26.50	33	2.2	2.04	0.80	13	5%	14%	9%	受惠大陸節能汽車補助政策	
	1319 東陽	32	28.00	29	2.13	2.32	0.97	12	1%	36%	36%	AM部門仍有旺季效應可期	
	9914 美利達	130	107.50	37	7.33	9.31	2.87	12	3%	31%	23%	大陸市場成長可期。	
	9945 潤泰新	55	44.55	24	2.74	5.01	1.90	9	4%	25%	21%	高鑫(大潤發)成長可期	
	1507 永大	55	47.20	29	3.59	4.01	1.63	12	5%	60%	53%	受惠大陸保障房	

資料來源：IBTSIC 整理及預估

二、原物料族群醞釀反彈契機

影響原物料價格因子很多，除供需結構主宰價格中長期趨勢外，成本面因子通常助漲助跌，資金面的 DXY 指數則與原物料價格反向相關，庫存變化及淡旺季效應對原物料的短期波動影響大。政府的政策（保障收購、價格上限等）、突發因子（天災、爆炸）亦對原物料價格造成影響。

我們認為 2H2012 原物料價格反彈因子，除了市場自動機制廠商的減產保價、庫存回補、需求的旺季效應外，中國大陸政府可能的戰備儲存、保障收購政策的可能推出將是另一個重要趨動因子。

表二：原物料價格影響因子

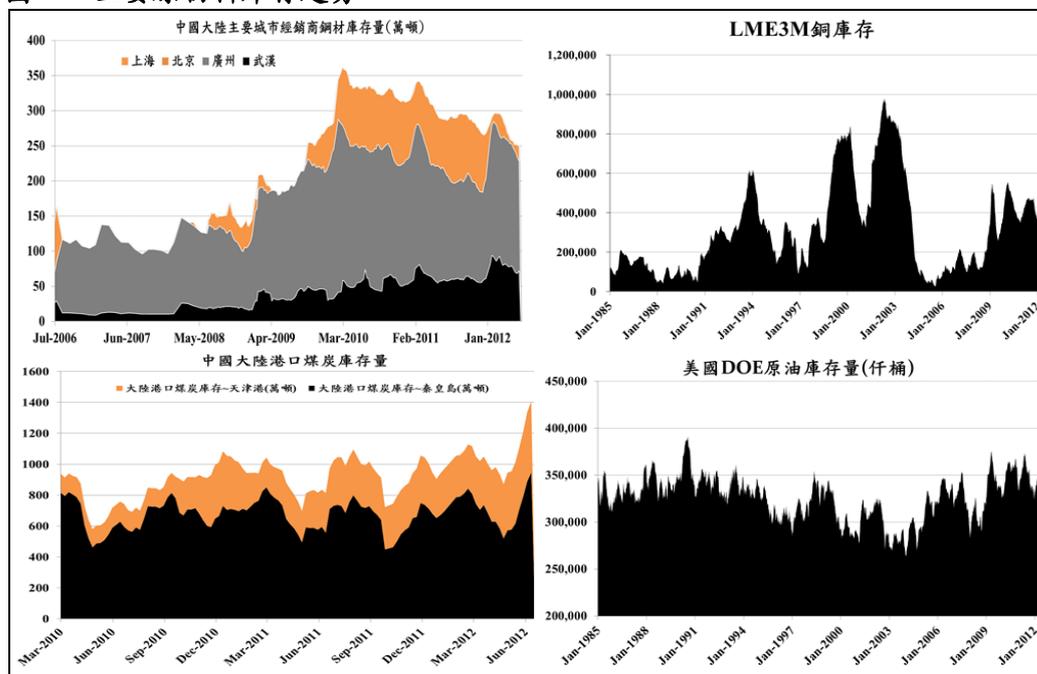
傳統產業之循環性產業報價影響因子綜合整理			
原物料價格影響因子	影響	實例	
① 供需結構	供不應求	▲	2002~2009年散裝輪供不應求，BDI INDE羣均值由1,14點躍升至7,10點
	供過於求	▼	2009~2011年散裝輪供過於求，BDI INDE羣均值由7,10點下挫至1,50點
② 成本因子	成本上揚	▲	2007~2008年鐵礦石合約價由52跳漲至92美元/噸，帶動東亞區熱軋價由400躍漲至1,080美元/噸
	成本下降	▼	豐興2012年6/11日廢鋼盤價調降300元/噸至1.17萬元/噸，鋼筋調降300元/噸至2.0萬元/噸。
③ 庫存變化	庫存增加	▼	LME鎳的庫存居高不下，LME3M鎳價欲振乏力。
	庫存減少	▲	4Q10北美棉花庫存創近30年新低水準，帶動棉花價格由90上漲至208美分/磅
④ 資金面	DXY 指數	▲	2001~2008年DXY 由115貶值至77弱勢美元期間，鐵礦石年度合約價由18上漲至92美元/噸。
		▼	DXY 指數2012年5/1日由78.86急升至83.04，導致LME3M銅價由8,400下滑至7,361美元/噸
⑤ 淡旺季	旺季效應	▲	TSA(北美運價穩定協會)2011年6/15~11/調漲北美旺季附加費300美元/TEU。
	淡季效應	▼	1Q11為水泥產業傳統淡季，導致大陸P.O42.流通價由400下滑至380人民幣/噸。
⑥ 政府政策	保障收購價	▲	中國大陸對棉花實施140美分/磅的保障收購價，預期將對棉花價格有所支撐。
	價格上限	▼	2Q11大陸水泥價格高漲期間，市場有傳出大陸官方要制定價格上限。
	節能減排	▲	4Q10大陸強制拉區限電以完成節能減排目標，帶動上海水泥價格由400躍漲至620人民幣/噸。
	限時關廠	▲	2011年6月國內雲林縣政府要求南亞EG廠關廠，消息一出，隔週EG報價跳漲10%。
⑦ 突發因子	禁止出進口	▲	2011年印度對出口鐵礦石課徵10%稅率，帶動澳洲出口鐵礦石價格上漲20~30人民幣/噸。
	戰爭、動亂	▲	2011年2/21日利比亞發生流血衝突，WTI原油價格單日由86大漲至93美元/噸
	大地震	▲	2011年3/11日之日本大地震，激起東亞區鋼價上漲20美元/噸。災後重建之需求。
	水災	▲	4Q10大陸新疆連續降兩導致棉花收割減少，激勵棉花價格由90上漲至150美分/磅。
	爆炸	▲	2008年SABICS發生爆炸，導致東亞區EG價格大漲

資料來源：IBTSIC 整理

原物料價格反彈趨動因子~補庫存、長假效應

需求急墜是此波原物料五一長假前、後原物料價格急跌主因；廠商減產不及導致庫存增、價格降。目前原物料進入去庫存階段，預期十一長假前，會進入另一段的補庫存階段。不同原物料供需態勢有差異，就目前來看，原油及煤炭的庫存水位較高、LME的銅及大陸經銷商鋼材庫存略有去化。

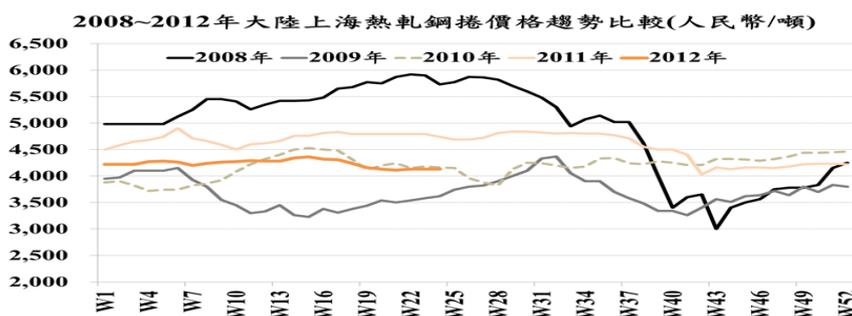
圖一：主要原物料庫存趨勢



資料來源：Bloomberg、IBTSIC 整理

原物料價格每逢長假必有轉折，我們可由 2008~2012 年的大陸上海熱軋鋼捲價格趨勢獲得驗證。預期 3Q12 需求回溫、減產保價帶動下，十一長假前後原物料價格可望彈升。

圖二：2008~2012 年大陸上海熱軋鋼捲流通價長假前後價格變化趨勢



資料來源：Bloomberg、IBTSIC 整理

三、台灣泥產業~台灣復甦、大陸收割、業外亮眼

中國大陸建材產業:水泥〉鋼鐵〉平板玻璃

大陸建材產業以水泥為投資首選。相較於鋼鐵產業，水泥同質性高、不易運送、不易儲存的特性，形成了【季節分明】、【區域分化】、【大小有差】、【高低有別】的特性。

由於水泥的原料成本（石炭石、煤炭等）佔總成本約 60%，大陸水泥廠的原料自給性高，不似鋼鐵業營運必須受制於礦商三巨頭所壟斷的高價鐵礦石成本壓力；而且區域寡佔型態有助大廠價格主導力，大陸整體水泥產業的毛利率、股東權益報酬率高於鋼鐵及平板玻璃產業。以 2011 年為例，大陸水泥產業整體毛利率 22%、高於鋼鐵產業的 5%；就領導廠商的 ROE 比較，海螺水泥（0914.HK）23% 亦高於寶鋼（600019.CH）的 9%。

因此，就建材產業而言，我們認為水泥業優於鋼鐵業優於平板玻璃業。

表三：中國大陸建材產業比一比

		鋼鐵產業	水泥產業
產品面	①同質性	低	高
	②可儲存性	高	低
	③可運送性	高	低
供給面	①全球產量比重	46%	65%
	②大陸前十大廠商國內市佔率	49%	30%
	③新增產能高峰期	2008年	2010年
需求面	①全球需求比重	46%	67%
	②下游主要產業	房地產(39%)、基建(14%)、重機(19%)	房地產(30%)、基建(40%)、農村建設(30%)
	③需求成長高峰	2007年	2006年
	④保障房效益(1,000萬套/年基準)	4%	4%~5%
成本面	①原料成本佔總成本比重	80%	(原料+煤炭)合計60%
	②大陸原物料自足性	低	高
價格面	①價格決定者	小廠	大廠
	②相較國際價格	低30~50美元/噸	低10~20美元/噸
	③大陸區域價格落差	小	大
獲利面	①2011年產業毛利率	5%	22%
	②2011年產業稅後淨利(百萬人民幣)	87,530	98,720
	④領導廠商獲利(百萬人民幣)	寶鋼(600019.CH) 7,300	海螺水泥(0914HK) 11,060
		PER=10X、PBR=0.7X、ROE=9%	PER=10X、PBR=1.8X、ROE=23%

資料來源：IBTSIC 整理及預估

台灣水泥業者大陸佈局進入收割階段

大陸水泥產業歷程隨【十五、十一五、十二五規劃】進行。儘管十二五規劃水泥需求年增率將由12%趨緩至5%，唯在新增供給下滑、淘汰落後產能、區域寡佔競爭態勢成形下，大陸水泥後勢仍看俏。台泥、亞泥大陸佈局進入收割階段。

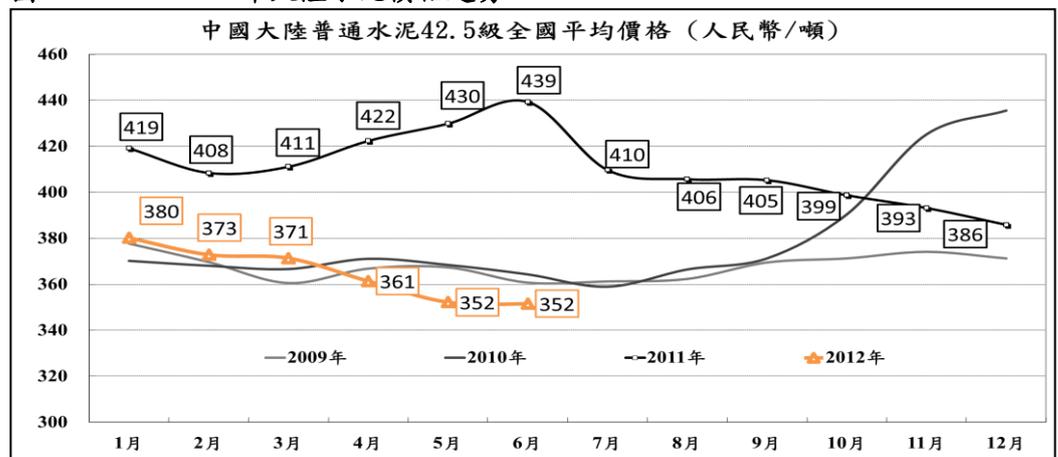
表四：2002~2013年大陸水泥產業發展歷程及展望

2003~2013年大陸水泥產業榮枯階段												
	房市加溫	缺電價漲	宏觀調控	十一五計劃	原料上漲	汶川地震	四兆救市	拉限限電	資金緊絀	協同保價	價格再起	
	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	
經濟背景	【十五計劃】~東部經濟起飛			【十一五計劃】~4萬億元人民幣投資					【十二五計劃】~經濟轉型			
技術水準	旋窯代替立窯			節能減排、餘熱發電					環保回收			
發展主軸	技術結構調整			技術結構深化+大集團區域佈局					產業升級			
供給	水泥年產量(百萬噸)	816	939	1,020	1,210	1,356	1,383	1,637	1,854	2,058	2,171	2,258
	產量年增率(%)	15%	15%	9%	19%	12%	2%	18%	13%	11%	5%	4%
	新增熟料產能(百萬噸)	84	128	108	87	91	156	196	255	200	110	50
	淘汰落後產能(百萬噸)						56	70	110	110	60	50
	前十大市佔率(%)	8%	12%	14%	15%	16%	21%	24%	26%	28%	30%	33%
需求	水泥年消費量(百萬噸)	863	970	1,060	1,240	1,360	1,440	1,604	1,810	2,030	2,140	2,247
	年增率(%)	12%	12%	9%	17%	10%	6%	11%	13%	12%	5%	5%
報價	水泥P42.5價格(人民幣/噸)	333	327	305	304	313	364	367	382	408	380	412
	產業獲利(億人民幣)	110	136	80	156	207	261	366	487	1,020	714	1,146
台泥	稅後淨利(百萬元NTD)	1,762	4,422	5,703	6,878	8,255	5,761	7,425	8,031	8,619	9,325	10,042
	稅後EPS(元)	0.60	1.57	1.91	2.19	2.54	1.75	2.26	2.18	2.33	2.53	2.72
	大陸獲利比重	0%	1%	0%	0%	5%	0%	0%	19%	40%	31%	37%
亞泥	稅後淨利(百萬元NTD)	3,321	6,438	6,620	7,207	10,100	7,315	7,885	7,676	10,276	8,032	9,313
	稅後EPS(元)	1.63	2.97	2.82	2.85	3.69	2.52	2.63	2.51	3.28	2.56	2.97
	大陸獲利比重	15%	10%	1%	7%	16%	27%	33%	30%	38%	27%	40%

資料來源：IBTSIC 整理及預估

需求仍殷、缺電制約供給、大廠協同激勵下，大陸水泥價格於06/2011來到439人民幣/噸高峰後回落，預期06/2012可望回穩，在旺季效應、大陸當局擴張性貨幣及財政政策激勵下，3Q12加溫、4Q12上漲動能再現。

圖三：2009~2012年大陸水泥價格趨勢



資料來源：Wind、IBTSIC 整理

台灣水泥內銷價格谷底攀揚

台灣水泥的黃金榮景出現在【1993~1998年】階段，當時國內房市熱絡（建築物核發建照每年約4,000~4,500萬平方米）、公共建設如火如荼，在燃煤成本僅20美元/噸激勵下，亞泥毛利率逾20%，創造了全年20~30億的營業利益。

2002~2006年，儘管國內水泥需求量由1,700萬噸下滑至1,400萬噸，唯在2002年7/19日對菲、韓兩國課徵42%~127%的進口水泥反傾稅下，激勵內銷水泥價格1,679上漲至2,250元/噸，燃煤成本維持60美元/噸水準，亞泥毛利率重返20%，年營業利期重返20億元以上。

台灣水泥產能約2,100萬噸，預估2012~2013年需求僅1,250~1,260萬噸間，唯在寡佔競爭態勢（台泥+亞泥產能市佔率近75%）、外銷去化產能（600~700萬噸/年）、對中國大陸進口水泥課徵反傾稅95%等因子激勵下，IBTSIC預估2012~2013年台灣內銷水泥盤價可望由2,100上漲至2,350元/噸，台泥及亞泥毛利率可望彈升至10%以上，帶動營業利益的成長。

台灣水泥市場儘管已為成熟，唯在寡佔競爭態勢、穩定外銷市場、政策杜絕低價進口量等因子激勵下，將為台廠提供穩定的獲利來源。大陸市場則是動能成長的重心所在。

表五：1993~2013年台灣水泥產業供需結構及廠商營運概況

台灣水泥歷年供需結構											
景氣循環	台灣水泥供結構					水泥價格		水泥廠營運概況			
	產量	進口量	出口量	需求量	需求動能	內銷水泥價格		亞泥		台泥	
	單位:萬噸					單位:新台幣/噸		毛利率	營業利益	毛利率	營業利益
黃金榮景	1993年	2,395	410	88	2,717						
	1994年	2,271	430	48	2,653	-2%					
	1995年	2,247	409	61	2,595	-2%	2,034	24%	3,138	15%	1,708
	1996年	2,152	227	185	2,194	-15%	2,152	25%	3,446	14%	1,421
	1997年	2,151	185	244	2,092	-5%	1,925	20%	2,630	10%	709
	1998年	1,964	278	172	2,070	-1%	2,113	19%	2,357	11%	1,060
	1999年	1,817	296	223	1,890	-9%	2,004	15%	1,388	10%	693
景氣衰退	2000年	1,756	367	272	1,851	-2%	1,856	11%	729	5%	(281)
	2001年	1,801	233	344	1,690	-9%	1,679	6%	164	2%	(286)
景氣復甦	2002年	1,936	205	394	1,747	3%	1,871	13%	717	4%	328
	2003年	1,847	170	503	1,514	-13%	2,008	14%	1,028	7%	945
	2004年	1,905	149	574	1,480	-2%	2,250	19%	1,601	10%	2,040
	2005年	1,989	168	703	1,454	-2%	2,250	23%	2,073	13%	2,558
	2006年	1,890	189	660	1,419	-2%	2,250	26%	2,371	16%	3,244
	2007年	1,704	184	607	1,281	-10%	2,250	20%	1,733	13%	2,245
景氣下滑	2008年	1,564	233	655	1,142	-11%	2,556	16%	1,029	9%	1,005
	2009年	1,475	265	709	1,031	-10%	2,544	15%	901	9%	842
景氣落底	2010年	1,495	245	570	1,170	13%	2,096	-2%	87	5%	104
	2011年	1,650	220	640	1,230	5%	2,100	4%	(210)	7%	631
景氣復甦	2012F	1,720	100	570	1,250	2%	2,300	8%	375	11%	1,495
	2013F	1,730	100	570	1,260	1%	2,350	10%	548	11%	1,546

資料來源：台灣水泥同業公會、IBTSIC 整理及預估

台泥(1101):立足【華南】、邁向【西南】

台泥為大陸第七大水泥廠，持股 57% 台泥國際(1136.HK) 佈局大陸水泥市場，2011 年銷量 3,700 萬噸，毛利率 23%，稅後淨利 14.1 億人民幣(對台泥 EPS 貢獻度 1 元)。2012 年水泥市況回落，預估台泥國際 2012 年銷量 4,300 萬噸，毛利率 18%，稅後淨利 10.3 億人民幣(對台泥 EPS 貢獻度 0.7 元)。IBTSIC 預估台泥 2012 年稅後淨利 93 億元，稅後 EPS 2.53 元(水泥：台灣 0.35 元+大陸 0.7 元；和平電廠 0.78 元；和平港區 0.3 元；其它 0.4 元)

表六：台泥大陸熟料產能分佈

地區	投產		在建		合計		
	生產線	熟料產能	生產線	熟料產能	生產線	熟料產能	比重
合計	28	3,856	5	667	33	4,523	100%
華南區	12	2,108			12	2,108	47%
廣東省	8	1,364			8	1,364	30%
廣西省	4	744			4	744	16%
西南區	13	1,200	5	667	18	1,867	41%
重慶市	5	620	2	310	7	930	21%
四川省	1	140	1	155	2	295	7%
貴州省	4	357	2	202	6	559	12%
雲南省	3	84			3	84	2%
其它	3	549			3	549	12%
遼寧省	1	155			1	155	3%
江蘇省	2	394			2	394	9%

註：廣東清遠市的英德海螺4條5,000噸/天，台泥分佔股權25%。
註：雲南昆鋼嘉華在昆明的2,000噸/天、保山的3,000噸/天、台泥分佔股25%。
註：遼寧台泥5,000噸/天、台泥控股75%。

資料來源：數字水泥；IBTSIC 整理

台泥為控股公司，以 SOTP：NAV 每股淨資產價值 42 元，目標價 1.4XPBR (以 2012 年底每股淨值 29 元為估算基礎)。

表七：台泥總合評價法

水泥事業部	持股比重	評價方式	2012年獲利	預估市值 (百萬新台幣)	股本	淨資產價值/股
		PER、PBR	2012年認列獲利			
台泥台灣廠(1101.TW)	100%	1.1	0	24,000	36,922	6.50
台灣大陸廠(1136.HK)	57%	15	2,952	44,275	36,922	11.99
台灣+大陸水泥廠合計NAV						18.49
長期投資(百萬新台幣)		本益比	2012年認列獲利			
和平電廠	60%	15	2,123	31,845	36,922	8.62
和平港區	100%	15	1,064	15,960	36,922	4.32
信昌化工(4725.TW)	50%	10	557	14,600	36,922	3.95
海螺水泥(0914.HK)	1.17億股	市值		11,100	36,922	3.01
其它				15,000	36,922	4.06
長期投資小計				88,505		23.97
土地資產價值				18,000	36,922	4.88
淨負債				19,800	36,922	5.36
每股淨資產價值(NAV)						42
目標價(0.95XNAV)元						40

資料來源：IBTSIC 整理及預估

四、全球鋼市調結構~電爐廠優於高爐廠

全球鋼市過去百年歷經了兩波的【超級循環】，第一階段為 1950~1970 年，當時全球粗鋼產量由 2 億噸躍增至 7 億噸，趨動因子為 OECD 的崛起。第二階段為 2002~2008 年，全球粗鋼產量由 8 億噸激增至 14 億噸，趨動因子為中國大陸鋼鐵產業的結構性躍升。

後金融風暴後，全球鋼市處【調結構】階段，全球鋼市面臨鋼材消費成長趨緩（年增率由 10% 回落至 4%），全球粗鋼產能利用率由黃金十年的 85% 回落至 75%，鐵礦石成本居高不下導致高爐廠毛利率被壓縮的困窘。

相較 2002~2008 年，2012 年全球鋼市面臨供應鏈利潤分配不均（礦商憑藉寡佔優勢+大陸逾 65% 鐵礦石進口依存度壟斷獲利）；區域鋼價落差大（北美鋼價最高、產能利用率最高的大陸鋼價最低）；鋼種強弱勢差異大（毛利率：平板類~厚板> 薄板；條鋼類~棒線）鋼筋）；鋼廠業績分化（電爐廠）高爐廠）。

全球鋼市新常態，鋼廠保鋼價圖獲利，唯有【技術升級】、【產品組合優化】、【區域配置均衡】。

表八：2003~2013 年全球鋼鐵業發展現況及展望

		全球鋼鐵業榮枯階段										
		復甦期	成長期	多頭修正期	修正後回升期	火山爆發後巨幅崩落	谷底期	乍暖還寒	調結構			
		2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
		全球鋼鐵業黃金十年						白銀五年				
供給面	大陸粗鋼產量(百萬噸)	219	279	348	421	488	499	568	626	684	696	720
	全球粗鋼產量(百萬噸)	947	1,039	1,105	1,216	1,317	1,302	1,220	1,414	1,492	1,504	1,550
	大陸/全球粗鋼比重(%)	23%	27%	31%	35%	37%	38%	47%	44%	46%	46%	46%
	北美+歐盟+日本/全球比重	42%	40%	36%	35%	35%	34%	25%	38%	36%	36%	36%
需求面	美國新屋年銷售量(萬戶)	1,309	1,441	1,535	1,259	922	579	449	386	385	400	440
	美國汽車銷量(萬輛)	1,667	1,691	1,699	1,656	1,615	1,322	1,040	1,158	1,216	1,270	1,390
	大陸新屋開工面積(百萬平方米)	543	604	668	781	946	976	1,150	1,637	1,908	2,015	2,176
	大陸汽車銷量(萬輛)	439	507	576	720	878	937	1,362	1,806	1,851	1,900	2,000
	大陸鋼材淨進口量(萬噸)		1,402	389	(2,444)	(4,465)	(4,190)	(579)	(2,369)	(2,946)	(3,255)	(2,891)
成本面	鐵礦石合約價(美元/噸)	19.97	23.69	39.85	47.4	51.93	92	66.24	137	167	148	142
	硬焦煤合約價(美元/噸)	46	57	125	115	98	300	126	200	300	250	230
東亞鋼價	鋼筋進口年均價(美元/噸)	309	428	392	402	532	813	485	597	702	680	700
	熱軋進口年均價(美元/噸)	310	509	496	488	583	850	540	619	661	670	700
EPS	中鋼	3.89	5.2	4.78	3.53	4.44	1.91	1.51	2.73	1.17	0.61	1.22
	東鋼	0.73	4.39	3.25	4.27	4.65	1.98	0.96	1.22	2.63	2.27	2.32
	豐興	2.37	7.07	3.89	5.35	4.58	3.39	2.63	4.21	4.58	3.74	4.23

資料來源：IBTSIC 整理及預估

短期鋼市自五一長假後開始回落，大陸熱軋出口價由 670 回落至 600 美元/噸，將壓抑中鋼 7 月下旬的 09/2012 內銷盤價，整體鋼市預期最快 8 月、最慢 10 月可望有一波的反彈行情。

東鋼(2006):桃園新廠效益發酵、H型鋼價格有撐

台灣的鋼筋產能 880 萬噸(電爐廠+軋鋼廠)，唯年需求量約 530 萬噸，在產能供過於求且無 2005~2007 年小鋼筋價漲制約單軋廠產能因子下，國內鋼筋價格僅能隨廢鋼價格波動，並無超額利潤。其它條鋼如線材、棒鋼、型鋼、H 型鋼由於供需態勢較佳，產品毛利率較高。

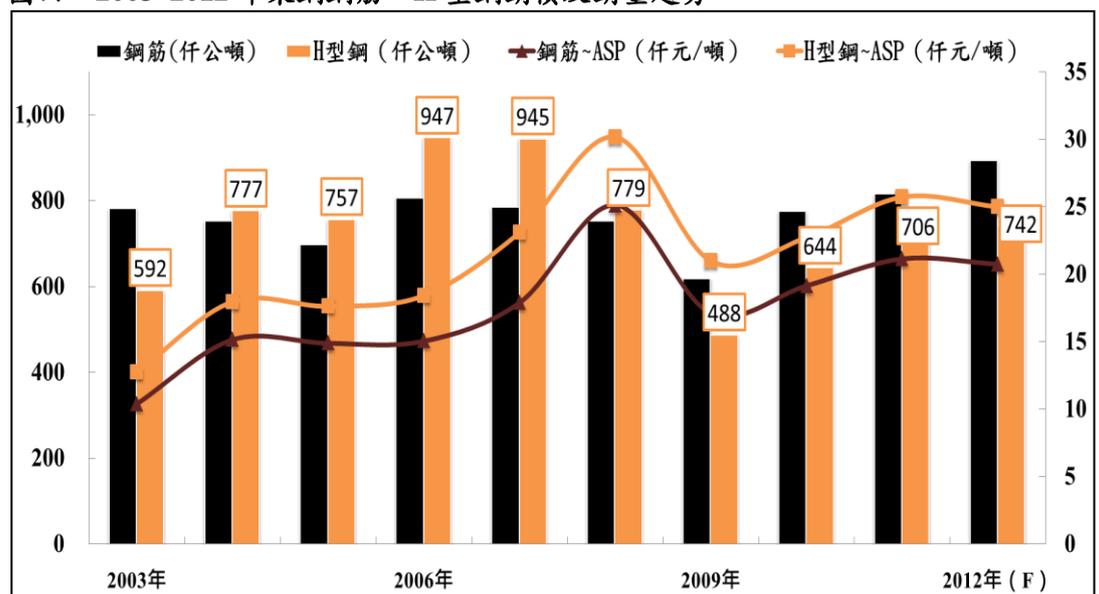
表九：2003~2013 年台灣區歷年條鋼供需結構及廠商營運概況

單位:萬噸	台灣區鋼筋供需(萬噸)					台灣條鋼年均價(元/公斤)			電爐廠獲利(百萬元)	
	鋼筋產能	產量	出口量	鋼筋需求	H型鋼需求	鋼筋	H型鋼	棒線	東鋼	豐興
2003年	960	612	9	604	93	10.50	14.69	13.07	701	1,641
2004年	960	660	6	654	130	15.19	19.24	16.39	4,199	4,843
2005年	960	676	6	670	101	13.81	17.96	18.68	3,457	2,982
2006年	960	716	29	691	116	14.92	18.28	17.72	4,666	3,719
2007年	946	626	43	581	77	18.80	21.27	20.09	5,481	3,433
2008年	789	522	-	539	96	25.37	27.36	27.11	2,311	2,114
2009年	754	431	42	390	54	16.17	21.33	19.92	1,176	1,909
2010年	826	540	50	490	65	19.45	24.20	23.99	1,489	3,026
2011年	860	600	55	550	80	20.56	25.73	25.93	3,042	3,079
2012年(F)	860	600	60	530	80	20.50	25.00	24.98	2,622	2,550
2013年(F)	880	600	60	535	80	20.50	25.60	25.44	3,015	2,908

資料來源：台灣鋼鐵同業公會；IBTSIC 整理及預估

東鋼煉鋼產能 200 萬噸(100 萬噸苗栗廠+100 萬噸桃園廠)，H 型鋼+窄幅鋼板佔營收 60%、鋼筋 40%，國內 H 型鋼為寡佔競爭態勢(東鋼市 68%、中龍 27%、進口 5%)，我們預期 H 型鋼價格可望持穩於 2.5 萬元/噸；加上桃園新廠成本效應發酵，預估 2012 年稅後淨利 23 億元，稅後 EPS 為 2.27 元，投資建議為買進，目標價 1.3XPBR (以 2012 年每股淨值 25 元估算基礎)。

圖四：2003~2012 年東鋼鋼筋、H 型鋼銷價及銷量趨勢



資料來源：東鋼、IBTSIC 整理及預估

五、全球散裝航運業~2012年谷底、2013年復甦

大陸粗鋼產量由2001年的1.42億噸躍增至2009年的4.99億噸激勵大陸鐵礦石進口量由1.02億噸大幅成長至6.42億噸，造就了2002~2008年的散裝航運黃金榮景，BDI指數年均值由1,140躍升至7,100點。大陸原物料進口需求依舊在，唯新船下水量大增讓BDI指數2009~2012年急速降溫(年均值：2,622、2,806、1,551、1,049點)。預期2013年整體產業在新船下水趨緩、舊船拆卸量大增、需求回穩激勵下，IBTSIC預估2013年BDI指數年均值將可望回升至1,800點。

表十：2003~2013年全球散裝航運業發展現況及展望

		全球散裝航運榮枯階段										
		曙光乍現	乘風破浪	初遇波濤	再度揚帆	火山爆發	自由落體	谷底再起	大船下水	拆船大增	供需調整	供給回落
		2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
需求面	大陸鐵礦石進口(百萬噸)	148	208	275	326	384	444	642	640	655	700	720
	全球鐵礦石貿易(百萬噸)	516	587	658	723	781	851	906	985	1,055	1,080	1,115
	大陸/全球比重(%)	29%	35%	42%	45%	49%	52%	71%	65%	62%	65%	65%
供給面	大陸煤炭淨進口(百萬噸)			-46	-25	-3	-5	119	130	150	164	178
	全球海岬型數量(艘)	573	612	657	712	767	824	955	1,164	1,365	1,582	1,697
	海岬型新增量(艘)	28	41	48	61	55	44	111	213	251	285	132
供需面	海岬型拆卸量(艘)	2	0	2	2	0	14	8	18	67	45	30
	五大乾散貨需求年增率	6%	9%	7%	7%	7%	5%	1%	11%	4%	3%	4%
運價	新增運能年增率	2%	6%	7%	7%	6%	5%	8%	16%	14%	17%	6%
	海岬型日租金(千美元/天)	34	59	43	39	95	83	38	33	15	12	25
裕民	BDI INDEX 年均值	2,630	4,509	3,383	3,189	7,100	6,367	2,622	2,806	1,551	1,049	1,800
	稅後淨利(百萬元新台幣)	2,299	6,842	6,017	4,836	9,052	10,436	5,727	6,673	2,728	2,583	2,960
新興	稅後EPS(元)	3.7	9.57	7.01	5.64	10.55	12.16	6.67	7.78	3.18	3.01	3.45
	稅後淨利(百萬元)	1,160	2,347	2,931	2,746	3,308	2,892	3,250	2,103	1,760	1,773	1,929
	稅後EPS(元)	3.24	5.82	7.27	5.68	6.84	5.09	5.71	3.7	3.09	3.12	3.39

資料來源：IBTSIC 整理及預估

新興(2605)長約鎖定中期獲利、超大型油輪後勢看俏為類股投資首選。

表十一：2007~2013年新興營運概況

		新興航運營運概況表											
		07年	08年	09年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年
Capesize	客戶												
	明興輪 RIO TINTO					5.3							
	明安輪 Bocimar (比利時)					5.50							
	黃山輪 日本NYK (9101.JP)					4.28							
	華山輪 日本NYK (9101.JP)					5.00							
	寶山輪 Spot												
	青山輪 日本NYK (9101.JP)					4.18							
	舟山輪 Spot												
	衡山輪 日本NYK (9101.JP)							4.14					
	明和輪 日本NYK (9101.JP)							4.80					
	玉山輪 日本NYK (9101.JP)							4.35					
	泰山輪 RIO TINTO								2.38				
Handymax	麥堂娜 Spot												
	佐興輪 Spot												
VLCC	文貴輪												
	廷佐輪												
	海興輪												
	美生輪												
稅前淨利合計(萬元)				325,714	266,203	193,396	208,627	229,959					
期末股本(百萬元)				569,000	569,000	569,000	569,000	569,000					
稅後EPS(元)				5.01	3.70	3.09	3.12	3.44					

資料來源：新興、IBTSIC 整理及預估

六、全球貨櫃航運業~大起大落、波動依舊

2009年因金融風暴、需求急凍，整體產業虧損150億美元創新高水準；2010年整體產業在回補庫存需求及閒置運力大增至13%下帶動運價大漲，創造了140億美元的歷史新高獲利。2011年景氣乍暖還寒，整體產業盈轉虧至60億美元，主因為燃油成本大增、航商重啟運力、新船下水的供需壓力造成亞-歐運價的重挫。2012年【船東反撲】，預期整體產業虧轉盈，趨動因子為閒置運力由1%增至6%、船東加速結盟保價帶動亞-歐運價回穩。2012年是貨櫃船東逆轉勝的一年。

表十二：2003~2013年全球貨櫃航運業發展現況及展望

		2003~2013年全球貨櫃航運業枯階段												
		結構性躍升			回落期		中期反彈		暴落期		不極泰來	乍暖還寒	船東反撲	大船下水
		2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年		
供需結構	運能供給年增率	7%	8%	10%	14%	12%	13%	6%	9%	9%	9%	11%		
	運量需求年增率	11%	13%	10%	11%	11%	4%	-9%	15%	8%	5%	5%		
	8,000 TEU新船(艘)			32	62	45	45	35	63	71	85	95		
運價水準	亞-歐洲(美元/TEU)	1,484	1,701	1,706	1,464	1,911	1,913	1,044	1,980	1,400	1,493	1,450		
	亞-美西(美元/TEU)	1,606	1,739	1,755	1,607	1,615	1,771	1,270	1,580	1,530	1,737	1,720		
	亞洲(美元/TEU)	414	490	578	529	570	640	498	637	632	643	655		
成本趨勢	WTI原油(美元/桶)	31	41	57	66	72	100	61	80	95	95	95		
	Brent原油(美元/桶)	29	38	55	65	73	98	62	80	110	105	105		
	Bunker (美元/噸)	171	181	265	315	374	511	377	460	650	670	670		
EPS(元)	陽明海運	3.42	4.32	4.05	0.50	2.59	0.21	(6.18)	4.59	(3.31)	(0.30)	0.04		
	長榮海運	1.68	4.98	4.51	0.02	3.53	0.21	(3.99)	4.89	(0.89)	0.31	0.33		
	萬海航運	2.94	4.25	2.91	1.51	3.05	0.00	(0.77)	2.58	0.01	0.45	0.47		

資料來源：IBTSIC 整理及預估

展望2013年，由於仍有一波新船下水高峰（2012、2013年的新增運力分別為145、160萬TEU），面對歐美需求趨緩，整體產業能否擺脫一年好、一年壞的困窘，有賴船東聯盟本身的智慧，畢竟全球前三大、前十大航商的市佔率分別為40%、70%的寡佔競爭態勢，產業長期是藍海或紅海，取決船東本身。閒置運力多寡、亞-歐航線運運、領導航商 APM-Maersk 動能為後續觀察因子。

表十三：全球前20大貨櫃航商市佔率比較

		全球前20大貨櫃航商							
排名	航商	市佔率	總計		自有		租賃		比重
			件TEU	船數(艘)	件TEU	船數(艘)	件TEU	船數(艘)	
1	APM-Maersk	16.2%	2,663	668	1,266	231	1,396	437	52%
2	Mediterranean Shg Co	13.5%	2,223	473	1,041	194	1,182	279	53%
3	CMA CGM Group	8.1%	1,339	400	499	90	840	310	63%
4	COSCO Container L.	4.3%	709	157	358	96	351	61	50%
5	Evergreen Line	4.0%	656	175	323	86	333	89	51%
6	Hapag-Lloyd	3.9%	642	146	284	59	358	87	56%
7	APL	3.7%	613	138	208	44	405	94	67%
8	CSCCL	3.6%	585	153	404	86	181	67	31%
9	Hanjin Shipping	3.4%	555	108	267	42	287	66	52%
10	MOL	3.0%	487	109	228	38	259	71	53%
11	Hamburg Süd Group	2.6%	411	102	212	43	199	59	48%
12	OOCL	2.5%	424	89	282	46	141	43	33%
13	NYK Line	2.5%	411	100	304	56	107	44	26%
14	Yang Ming Marine	2.2%	355	85	203	46	152	39	43%
15	K Line	2.1%	349	75	119	22	230	53	66%
16	Hyundai M.M.	2.1%	344	63	101	17	243	46	71%
17	Zim	2.0%	326	88	154	33	172	55	53%
18	PIL (Pacific Int. Line)	1.8%	295	145	174	96	121	49	41%
19	CSAV Group	1.7%	277	64	48	10	229	54	83%
20	UASC	1.7%	274	46	216	29	58	17	21%

資料來源：Alphaliner June2012；IBTSIC 整理及預估

七、原油、棉花價格築底~PTA、EG 報價可望回穩

我們認為西德州原油價格於 60~80 美元/桶將有所支撐；棉花價格回落至 60 美分/磅是 2003~2009 年的年均值水準，再跌有限。原油及棉花價格的回穩可望激勵 PTA 及 EG 價格的 4Q12 彈升。

東聯為台灣第二大 EG 廠商，年產能 25 萬噸，僅次於南亞的 180 萬噸。特化方面，EA 與 EC 的年產能分別為 8 萬及 6 萬噸，為亞洲最大的 EA 供應商及全球最大的 EC 製造商。EA 產品供過於求、EC 產品與奇美實業簽訂長約確保 2015 年前的穩定獲利。

台灣營收組合：EG (54%)、EA (15%)、EC (10%)、EO (9%)、其它 (12%)。轉投資方面，持股 39% 的亞東石化主要以生產 PTA 為主（年產能 70 萬噸）。

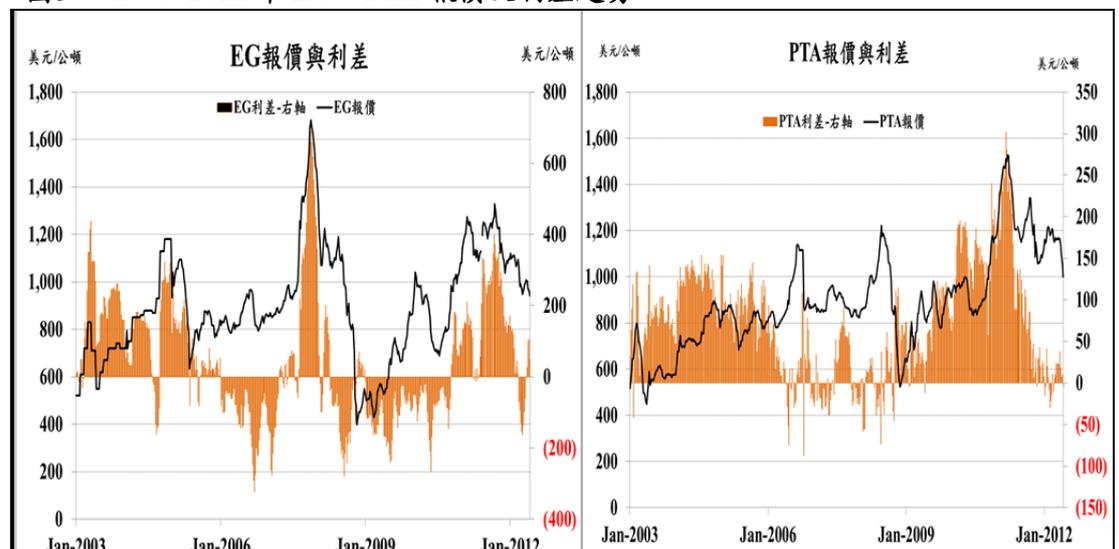
此波 EG 報價的高點出現於 09/2011 的 1,328 美元/噸，之後持續下跌，截至 06/2012 已跌至 829 美元/噸；EG 的主要原料乙烯價格高點出現在 04/2012 的 1,400 美元/噸，隨原油價格回落，截至 06/2012 已來到 902 美元/噸，就現貨利差角度，EG 的毛利率已漸改善。

持股 39% 的上海亞東石化，2011 年貢獻 0.9 元 EPS，為帶動東獲利創新高的重要趨動因子，儘管 PTA 產品中期仍受制上游原料 PX 的相對強勢，唯毛利率已落底。

2H12 的營運趨動因子，仍是以 EG 為主。預估東聯營運 2Q12 落底，4Q12 可望受惠旺季效應。IBTSIC 預估東聯 2012 年稅後淨利 18 億元，以稀釋後股本 88.6 億元估算，稅後 EPS 為 2.03 元。

合理的股價區間為 1.4~1.8XPBR。(以 2012 年每股淨值 22.39 元為估算基礎)

圖五：2003~2012 年 EG、PTA 報價及利差趨勢



資料來源：IBTSIC 整理及預估；利基為扣除工繳之後的預估值

八、中國內需族群受惠政策激勵

在胡錦濤、溫家寶在任的十五及十一五規劃期間，中國大陸人均 GDP 由 1,000 美元躍增至 4,000 美元。經濟成長率年逾 10% 的趨動因子主要是投資、淨出口。經濟成長背後卻形成了國富民貧、所得分配不均、經濟結構傾斜、產業結構分化等問題。

【習、李上任，刻不容緩】，【十二五規劃】會是習近平、李克強的施政重心，【轉型】、【調結構】是關鍵字。消費升級、產業轉型是施政重心。

綜言之，十二五規劃期間，中國大陸將由【高碳出口製造業】轉型為【低碳內需服務業】。五年所得倍增、大規劃減稅、五年 3,600 萬保障房等措施會是達成此一目標的重要手段。

就趨勢投資而言：【汽車】、【零售通路】、【自行車】、【保障房】等產業將會是投資亮點。

表十四：中國大陸十二五規劃受惠族群及個股

中國大陸十二五規劃~~~【轉型~消費升級+產業轉型】			
調結構	激勵方式及設定目標	十二五計劃受惠個股	
①【國強】轉型為【民富】	I 調漲最低工資20%/年；	服飾族群	麗嬰房 (2911.TW)
	II 壓抑房價；強化社保體制完善	汽車族群	中華 (2204.TW)
②產業由【製造業】轉型為【服務業】	I 第三類產業GDP比重由40%提升至50%	3C賣場族群	聯強 (2347.HK)
	II 都市化比重由43%提升至50%	百貨族群	潤泰新 (9945.TW)
	III 第三類產業就業人口比重由30%提升至40%	便利超商	統一超 (2912.TW)
③經濟由【外貿】導向轉型為【內需】	I 消費率由49%提高至2015年的55%	食品、飲料	統一 (1216.TW)
		酒類族群	貴州茅台 (600519.CH)
④經濟由【投資】轉型為【消費】	I 調漲最低工資20%/年	精品族群	周生生 (0166.HK)
	II 民間消費佔GDP比重提升至50%	服飾族群	L'Occatone (0973.HK)
⑤產業由【高碳】轉型為【低碳】	I 減能節排(淘汰落後產能)；強化產業集中度 II 增加環保支出由1.3兆躍增至3.0兆人民幣 III 每單位GDP能源消耗量的減少20%	電動車族群	美利達(9914.TW)
		環保族群	崑崙 (6803.TW)
⑥區域開發由【東部】轉型為【大西部】	I 2020年新建高速鐵路達1.6萬公里以上 II 未來五年大陸鐵路投資額將逾3.5兆人民幣 III 西藏、新疆、蒙古及成渝經濟區開發 IV 建材下鄉(貢獻8,600萬噸水泥需求)	水泥族群	台泥 (1101.TW)
		家電族群	永大 (1507.TW)
		玻璃族群	台玻 (1802.TW)

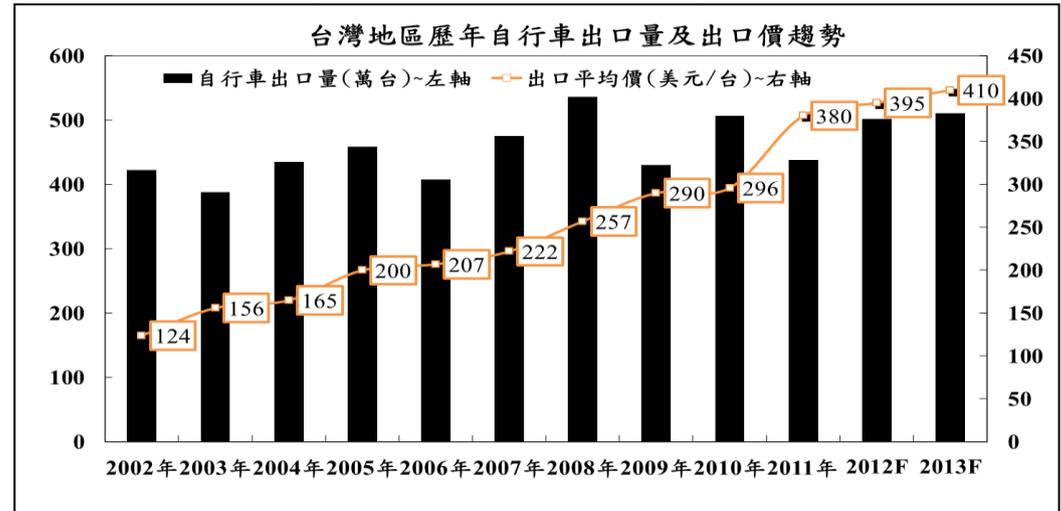
資料來源：IBTSIC 整理

美利達 (9914) :大陸佈局有成、獲利創高

台灣的巨大 (9921)、美利達 (9914) 為全球自行車品牌的領導廠商，憑藉優異設計能力、全球製造基地、完整的通路據點在全球佔有一席之地。健康、休閒、運動風潮由歐美傳遞至大陸，居民所得激增所帶動的大陸高價自行車市場成長力道不容小覷。

由 2002~2012 年的台灣地區自行車出口價格可以看出，相較於電子產品售價逐年調降，國內自行車出口價逐年攀揚，顯見國內自行車廠商的自有品牌的強勁訂價能力，這將有助於此一產業獲利的穩定攀升、亦為投資的重要亮點。

圖六：2002~2013 年台灣區自行車出口量、出口價趨勢



資料來源：台灣自行車同業公會、IBTSIC 整理及預估

美利達以 Merida、SBC、Centurion 三種品牌自行車行銷全球，2010 年前以歐美市場為營運主軸，2010 年後大陸佈局漸有成，美利達中國(深圳)外銷比重 65%，美利達山東內銷比重 90%，2011~2012 年受惠大陸需求成長帶動獲利激增至獲利 23%，IBTSIC 預估美利達 2012 年大陸獲利貢獻可望由 4.2 躍增至 5.8 億元。2013 年營運持續看俏。

IBTSIC 預估美利達 2012 年稅後淨利 23.05 億元，以既有股本 24.8 億元估算，稅後 EPS 為稅後 EPS 為 9.31 元 (稀釋後 EPS 為 8.1 元)，給予 14XPER 目標價。

表十五：美利達 2009~2012 主要轉投資及總獲利趨勢

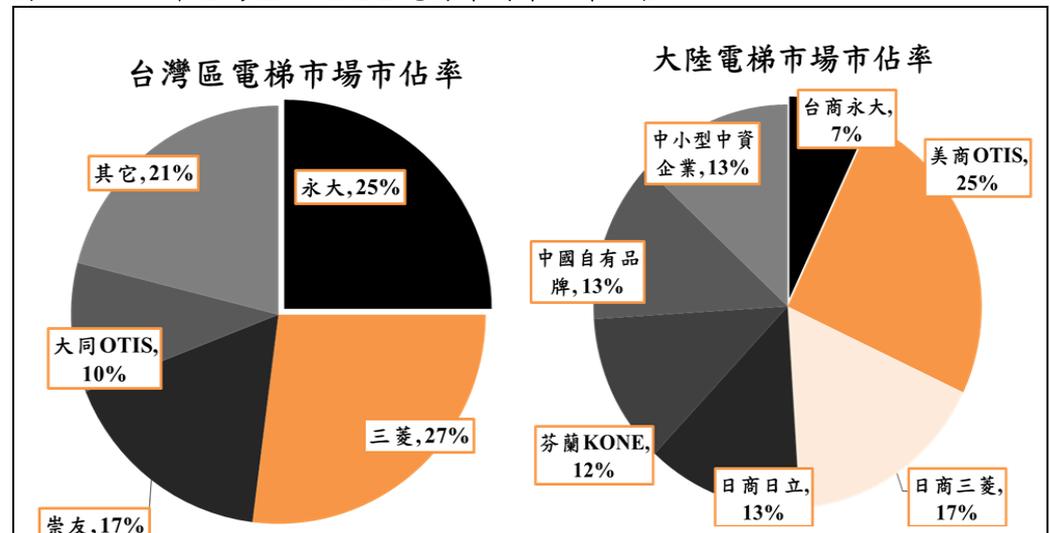
美利達 2009~2012 年獲利趨勢				
單位:百萬元新台幣	2009年	2010年	2011年	2012F
美利達中國	92	115	270	320
美利達山東	-90	25	151	260
美國SBC	538	634	796	850
稅後淨利	1,127	1,249	1,815	2,476
大陸獲利比重	0%	11%	23%	23%
稅後EPS(元)	4.51	4.99	7.24	9.31

資料來源：美利達、CMONEY、IBTSIC 整理及預估

永大(1507):緊抓大陸保障房商機

永大為國內第一家可從設計、製造、安裝、保養服務一貫化公司。永大台灣市佔率 25%，僅次於三菱。台灣電梯為一成熟市場，寡佔競爭態勢，穩定龍頭的市場地位及逾 50% 營收比重高毛利率的維修服務提供永大台灣穩定獲利。台灣年營業利益約 5.5~6.0 億元，EPS 貢獻度 1.3~1.5 元之間。

圖七：2012年台灣區、大陸區電梯市場市佔率比較



資料來源：永大、IBTSIC 整理及預估

大陸市場的高速市場提供永大獲利動能。儘管商品房銷售趨緩，唯五年 3,600 萬套保障房確保電梯市場的快速成長。永大大陸市佔率 7%，為大陸第五大電梯廠，目前保障房訂單佔其出貨約 25%，2011 年大陸出貨 1.32 萬台，IBTSIC 預估 2012 及 2013 年可望成長至 1.7、2.0 萬台。2012 年大陸 EPS 貢獻度可由 1.8 增長至 2.35 元，2013 年可望持續成長。

IBTSIC 預估永大 2012 年稅後淨利 16.42 億元，稅後 EPS 為 4.01 元，給予 14XPER 目標價。

表十六：2007~2012 年上海永大營運概況

上海永大營運概況						
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年(F)
出貨台數(台)	7,200	8,000	8,520	10,600	13,200	17,000
營收(百萬人民幣)	1,210	1,560	1,642	1,968	2,400	3,000
稅後淨利(百萬人民幣)	82	85	120	180	160	210
對永大獲利貢獻(百萬元)	274	360	594	840	740	965
EPS貢獻度(元)	0.67	0.88	1.45	2.04	1.8	2.35

資料來源：永大、IBTSIC 整理及預估

潤泰新 (9945) : 受惠大陸零售成長動能

潤泰新為一控股公司，2012年獲利可望創新高。趨動因子包括：直間及間接持股高鑫（6808.HK）2012年貢獻0.9元EPS；持股25%的南山人壽貢獻2012年EPS1.01元；建案及BOT案2012~2013年密集入帳。

IBTSIC 預估永大 2012 年稅後淨利 48.99 億元，稅後 EPS 為 5.01 元，給予 2.3XPBR 目標價（以 2012 年每股淨值 24 元為估算基礎）。

表十七：2009~2012年大潤發營運概況

中國大潤發2009~2012年營運概況				
	2009年	2010年	2011年	2012F
營收(億RMB)	404	502	700	840
年增率	20%	24%	39%	20%
淨利(億RMB)	13	14	17	20
貢獻潤泰新(億元)	3.89	4.77	7.30	8.85
EPS貢獻度	0.51	0.63	0.75	0.9

資料來源：高鑫、IBTSIC 整理及預估

2012~2013年將是潤泰新中正區植物園的密集入帳期，預估入帳營收達87億元新台幣。

表十六：2007~2012年上海永大營運概況

潤泰新推案概況						
案名	位置	總銷金額(億元)	毛利率	2011年營收	2012年營收	2013年營收
潤泰曉山青	中和區	20	8%	9.60	0.00	0.00
萬禧	萬華區	26	30%	22.00	3.88	0.00
植物園	中正區	115	60%	0.00	34.61	51.91
萬花園	中正區	31	60%	0.00	0.00	0.00
合計		192		31.60	38.49	51.91

資料來源：潤泰新、IBTSIC 整理及預估

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