

曾義甯
(886-2)2563-6262
kenny.tseng@firstsec.com.tw

國喬(1312)

買進, TP 24.8 (潛在報酬 18.38%)

買進

Price(07/24):20.95

Target Price : 24.8

儘管油市及整體塑化產業不如去年強勢，但 **SM-ABS** 供給面相對良好，**SM-ABS** 報價具支撐，疊加 19 年原料乙烯、純苯等原料報價較為弱勢，故利潤移往 **SM-ABS** 端，研究部預期國喬利差可望得到支撐，故研究部預期國喬 2019 年營收 211.3 億，YoY -14.6%，本業利益 18.2 億，稅後歸屬母公司利益 22.8 億，EPS 自 2.40 元上修至 2.52 元，公司淨值 27.6 元。評價部分，近期苯乙烯華東庫存回歸正常水位，有利於報價利差穩定，國喬本業具支撐；過往 PBR 國喬約落於 0.8-1.2 BPR 區間，故研究部給予 0.9X PBR，目標價 24.8 元，建議買進。

● 近期投資評等

12/27 區間操作 32.9

● 公司基本資料

股本(億)	92.66
收盤價	20.95
成交量	4,512
市值(億)	194.1
P/E(x)	8.32

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	35.25	-0.07
投信	0.41	0.06
自營商	9.06	-0.04
融資率	6.02	-0.12
券餘(張)	68	14

● 除權息狀況

現金股利	0
股票股利	0
除息日	--
除權日	--
配息率(%)	0

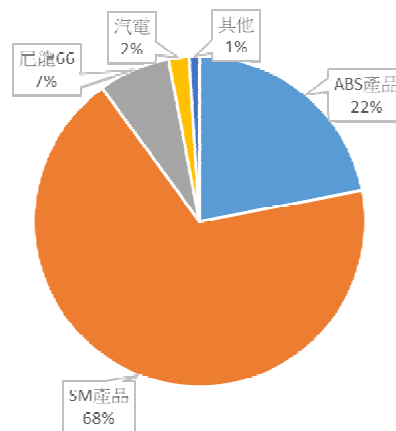
● 近期報酬率(%)

日	週	月
-1.41	-0.48	2.95

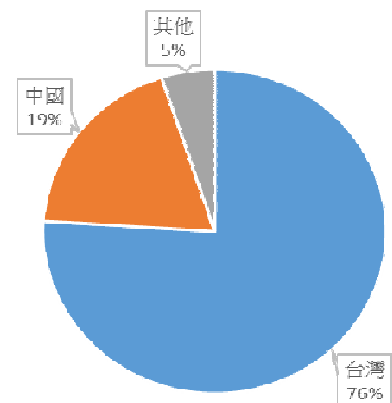
● 公司簡介：

國喬成立於 1973 年，股本 92 億，為台灣第一家 SM 生產商，市占率國內第二。國喬個體公司產品結構為 SM 相關產品(67.81%)、ABS 產品(22%)、尼龍(6.84%)、蒸氣與電力(2.66%)及其他；而國喬集團產品結構為 SM 相關產品(46%)、ABS 產品(23%)、頻道經營收入(12%)、包材銷貨(10%)、尼龍產品(5%)及其他。除了石化部門外，國喬持股 62.29%的緯來電視，廣告及收目帶來穩定收益。內外銷部分，SM 產品 100% 內銷台灣，ABS 則外銷為主，21%內銷，79%外銷。轉投資方面，而自 2008 年起，國喬與全球第一大 ABS 樹酯廠奇美實業合作，合資鎮江奇美化工(國喬持股 30.4%)，成為中國 ABS 生產龍頭，年產 ABS 85 萬噸、PS 40 萬噸

圖一、個體公司產品比重



圖二、銷售區域



資料來源:國喬、第一金投顧彙整

● **產品簡介**

苯乙烯(SM): SM 為化工業一項關鍵中間原料，下游產品包括各類型聚苯乙烯(PS)、丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物(ABS)等，其衍生物用途廣泛，涉及家電、電子、營建、玩具、汽車等產業。全球 SM 需求量為 2756 萬公噸，產能 3301 萬公噸，而亞洲是世界上 SM 最大的消費地區，約占全球總消費量一半左右

丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物(ABS): ABS 屬於苯乙烯下游產品，除了苯乙烯，另需要丙烯腈(AN)、丁二烯兩種原料，三大原料中以 SM 使用比重達六成最多，因此只要 SM 價格與 ABS 連動性最強。ABS 具有耐熱、硬度佳、成型佳等特性，廣泛應用在下游的資訊設備、應用家電、家庭五金、辦公室等方面，如電腦外殼、筆記型外殼，家電行業佔約 ABS 消費量 60%，其中又以白色家電和小家電對 ABS 最具需求、商業設備及電子電器行業佔約 27%。

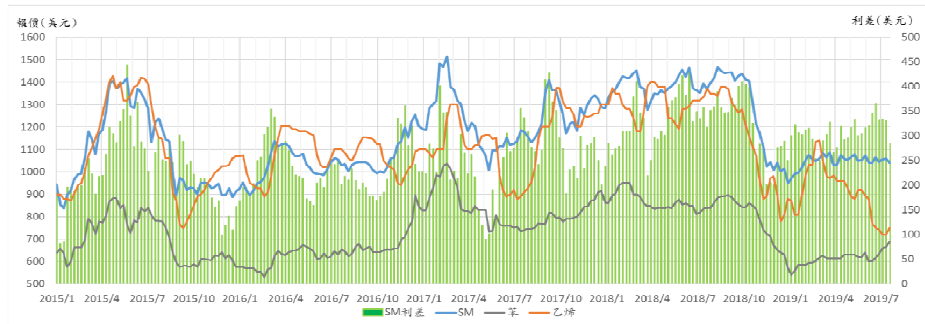
● **國喬 19Q1 營收 50.1 億，YoY -21.6%，QoQ -12.5%，本業利益 3.74 億，稅後歸屬母公司利益 5.89 億，EPS 0.65 元。**

國喬 19Q1 營收 50.1 億，YoY -21.6%，QoQ -12.5%，本業利益 3.74 億，稅後歸屬母公司利益 5.89 億，EPS 0.65 元。

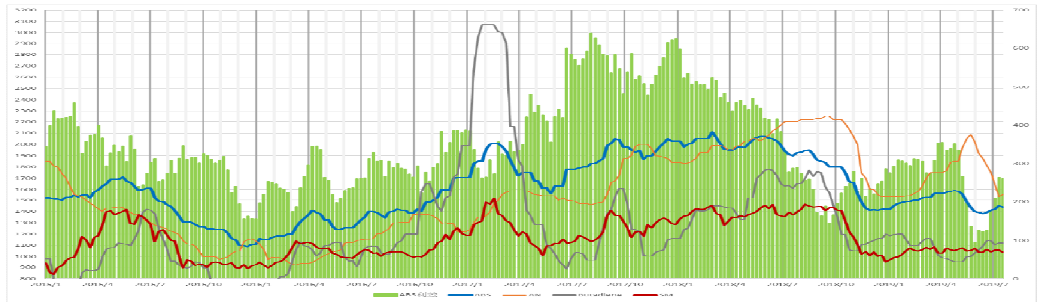
19 上半年受到貿易戰影響汽車及家電業，SM-ABS 終端需求轉趨保守，SM 華東庫存堆積，但在 SM 供需偏緊且華東 SM 廠大規模歲修情況下，華東庫存穩步去化，SM 因此於 1030-1050 美元區間震盪。利差部分，受惠於烯烴廠新產能開出，乙烯、純苯報價大幅走跌至近年低點，但隨近期需求回升及預期 9 月歲修，因此報價略為回升(純苯自 600 美元回漲至 700 元)。SM 利差多維持於 250-300 美元中高檔區間。

Abs 部分，19 年初受惠於貿易戰緩和，故終端汽車、家電需求買氣回升，而後在 5 月後貿易戰戰火再起，客戶重返保守態度，故 ABS 出現回跌，近期隨貿易戰再度緩和，故 ABS 報價重返 1450 美元。利差部分，19/5 月前 ABS 報價上漲帶動利差放大，然而貿易戰導致 ABS 下跌，19Q2 利差在原料 SM、AN 情勢相對較好的情況下大幅遭到壓縮，自 19Q1 300 美元下滑至 230 美元。

圖三、近年 SM 報價及利差



圖四、近年 ABS 報價及利差

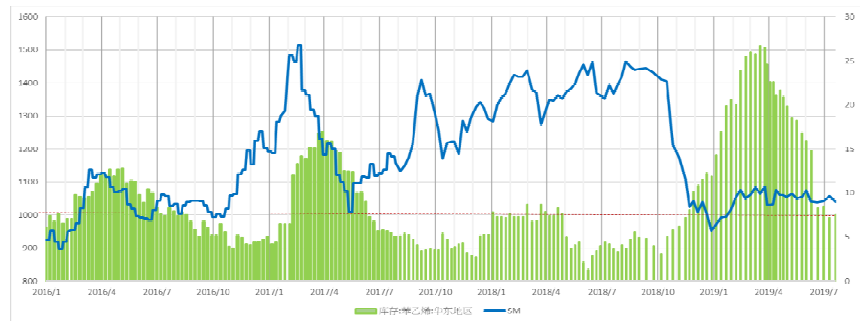


資料來源:DMI、第一金投顧彙整

● **待 9-10 月秋季歲修，需求上升及供給減少有望帶動支撐亦或帶動 SM 報價上漲；SM 利差可望維持 19H1 水平**

展望 SM\ABS 後市，19H2-20H1 中國無大型產能投產，進口量可望維持低檔，故中國供給維持偏緊，促使華東庫存下滑至 7 萬噸(正常水平)；需求部分，汽車\家電需求隨貿易戰緩和有望回溫，待 9-10 月秋季歲修，需求上升及供給減少有望帶動支撐亦或帶動 SM 報價上漲。利差部分，純苯、乙烯短期報價略為回升，在秋季歲修下報價具支撐，但在美國-華東新產能持續開出的背景下，報價漲幅有限，SM 利差可望維持 19H1 水平 250-300 美元。

圖五、近年華東 SM 庫存狀況

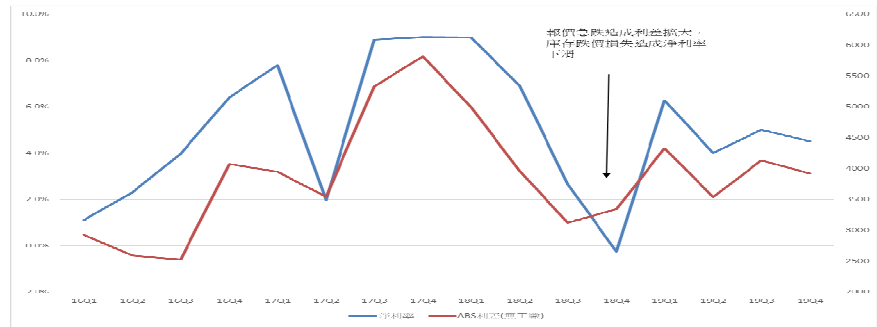


資料來源:WIND、第一金投顧彙整

● **ABS 供給大致維持平衡，價格難漲難跌，受惠於 AN 深跌，下半年利差可望較 19H1 轉好**

ABS 後市部分，ABS 供給大致維持平衡，足可因應目前需求但不致過剩。需求部分，由於 ABS 下游主要產業為汽車及家電，因此深受美中貿易戰及全球經濟影響，展望 19H2-2020 年，預期 ABS 需求成長將放緩；整體而言，研究部預期受到終端需求縮減的影響，ABS 報價難以上漲，價格可望保持於 1400-1450 美元。利差部分，SM、BD 報價變化不大，但 AN 因 ABS 需求減弱及近期 Ineos 產能恢復影響而出現大幅下跌(19 年初上漲主因即為 Ineos 臨時停車推升)，報價自 2000 美元下跌至 1530 美元，跌幅約 24%。在 AN 下跌影響下，ABS 利差出現放大，近期現貨利差回升至 250 美元，後市仍需觀察原料面對 ABS 造成之影響。

研究部預期隨 AN 報價進一步穩定，ABS 19H2 利差可望維持於 250-300 美元。鎮江奇美部分，儘管中國 ABS 需求受貿易戰影響緩跌，但 SM 維持區間，且 AN 出現單邊深跌，故 19H1 ABS 利差反優於 18H2。隨 ABS 利差維持 4000 人民幣，研究部預期鎮江奇美淨利率可望維持約 4-5%。



● **投資建議：目標價 24.8 元，建議買進**

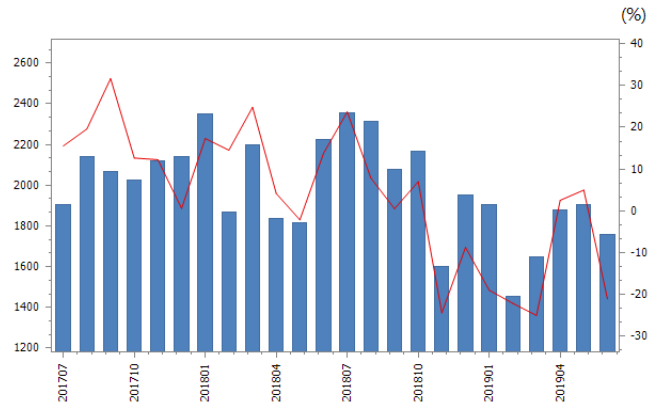
綜合以上，儘管油市及整體塑化產業不如去年強勢，但 SM-ABS 供給面相對良好，SM-ABS 報價具支撐，疊加 19 年原料乙烯、純苯等原料報價較為弱勢，故利潤移往 SM-ABS 端，研究部預期國喬利差可望得到支撐，故研究部預期國喬 2019 年營收 211.3 億，YoY -14.6%，本業利益 18.2 億，稅後歸屬母公司利益 22.8 億，EPS 自 2.40 元上修至 2.52 元，公司淨值 27.6 元。

評價部分，近期苯乙烯華東庫存回歸正常水位，有利於報價利差穩定，國喬本業具支撐；過往 PBR 國喬約落於 0.8-1.2 BPR 區間，故研究部給予 0.9X PBR，目標價 24.8 元，建議買進。

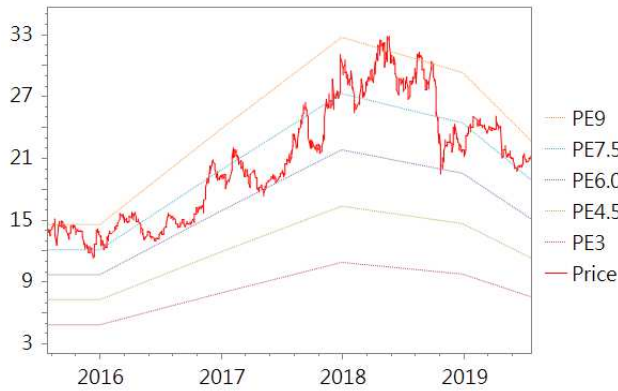
股價相對指數走勢圖



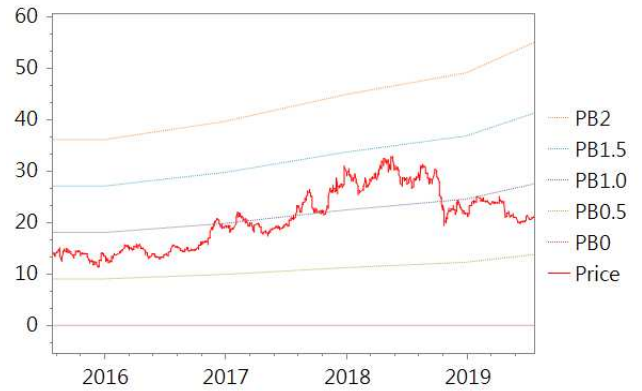
月營收&年增率



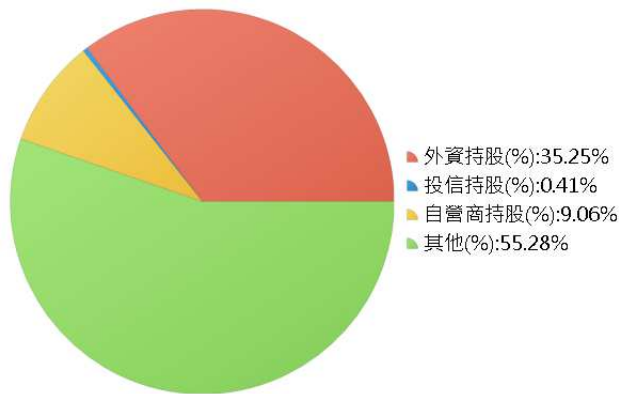
Forward PE bands



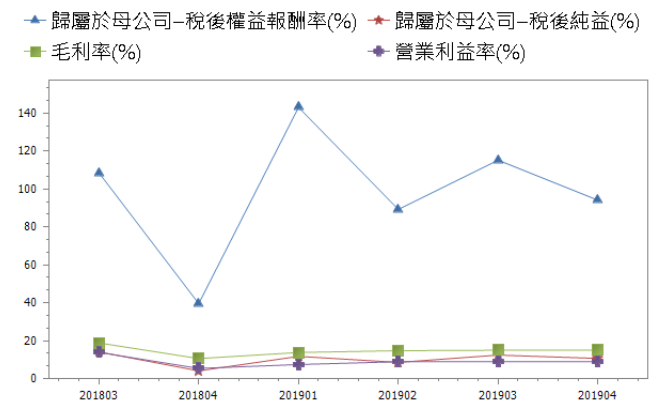
Forward PB bands



持股統計



財務比率



1312 國喬綜合損益表

單位:Mn,%,元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F
營業收入淨額	6,387	5,905	6,728	5,722	5,006	5,541	5,201	5,382	24,741	21,130
毛利率	17.61	17.85	18.86	10.61	13.81	14.76	15	14.98	16.39	14.65
營業利益率	12.19	12.17	13.87	5.4	7.47	8.92	8.9	9.04	11.07	8.6
營業外收入及支出	423.5	549.8	313.0	31.78	335.8	261.7	379.7	270.8	1,318	1,248
稅前純益	1,202	1,268	1,246	340.7	709.7	756.2	842.8	757.5	4,057	3,066
稅後純益	976.8	799.4	949.6	234.3	588.9	474.6	645.5	573.8	2,960	2,283
普通股股本	9,066	9,066	9,066	9,066	9,066	9,066	9,066	9,066	9,066	9,066
未稀釋 EPS	1.08	0.88	1.04	0.26	0.65	0.52	0.71	0.63	3.26	2.52
稀釋後 EPS	1.08	0.88	1.04	0.25	0.65	0.52	0.71	0.63	3.25	2.52
QoQ(%)										
營收	1.83	-7.55	13.95	-14.96	-12.51	10.69	-6.14	3.48		
營業利益	1.33	-7.71	29.93	-66.9	21.04	32.16	-6.35	5.11		
稅後純益	-9.85	-18.17	18.79	-75.33	151.34	-19.41	35.99	-11.12		
YoY(%)										
營收	18.43	5.96	10.05	-8.77	-21.62	-6.16	-22.7	-5.93	5.95	-14.59
營業利益	22.78	160.31	15.81	-59.78	-51.95	-31.19	-50.4	57.49	10.27	-33.63
稅後純益	25.32	294.84	-22.36	-78.38	-39.71	-40.62	-32.02	144.87	-9.99	-22.88

1312 國喬資產負債表

單位:Mn	2015	2016	2017	2018
流動資產	6,645	7,772	9,474	10,852
現金及約當現金	810.4	1,066	2,123	2,729
短期投資合計	202.6	130.0	0.000	39.02
應收帳款與票據合計	2,128	3,033	3,252	3,001
存貨	1,654	1,651	2,023	1,981
非流動資產	16,486	17,233	18,526	19,008
投資性不動產	83.34	82.00	80.87	79.84
無形資產	674.3	674.1	674.1	674.1
資產總計	23,130	25,005	28,000	29,860
流動負債	2,474	2,887	3,131	2,877
一年內到期長期負債	--	--	--	--
非流動負債	1,728	1,271	1,385	1,362
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	200.0	0.000	--	--
負債總計	4,203	4,158	4,516	4,239
資本公積	115.9	123.6	147.4	180.5
保留盈餘	6,578	8,192	10,539	12,608
權益總計	18,928	20,847	23,484	25,621

1312 國喬現金流量表

營業活動現金流量	3,940	3,273	4,011	4,576
投資活動現金流量	-1,496	-1,871	-1,898	-3,072
籌資活動現金流量	-2,737	-1,104	-961.7	-937.0
本期現金增減數	-271.1	255.5	1,057	606.7

1312 國喬綜合損益表

單位: Mn,%,元	2016	2017	2018	2019F
營業收入淨額	19,919	23,351	24,741	21,130
毛利率	17.19	16.25	16.39	14.65
營業利益率	10.88	10.64	11.07	8.6
營業外收入及支出	916.9	1,699	1,318	1,248
稅前純益	3,084	4,183	4,057	3,066
稅後純益	2,401	3,289	2,960	2,283
普通股股本	9,066	9,066	9,066	9,066
未稀釋 EPS	2.65	3.64	3.26	2.52
稀釋後 EPS	2.65	3.63	3.25	2.52
YoY(%)				
營收	-0.53	17.23	5.95	-14.59
營業利益	18.72	14.61	10.27	-33.63
稅後純益	63.06	36.99	-9.99	-22.88

1312 國喬財報分析

年度	2015	2016	2017	2018
稅後權益報酬率(%)	9.15	13.77	16.88	13.62
稅後資產報酬率(%)	6.2	9.97	12.41	10.23
流動比率(%)	268.54	269.18	302.59	377.19
速動比率(%)	199.07	210.47	235.17	305.09
負債比率(%)	18.17	16.63	16.13	14.2
利息保障倍數(倍)	98.4	647.3	2,909.95	2,211.87
應付款項週轉天數(天)	47.55	48.76	46.37	41.76
應收款項週轉天數(天)	42.81	47.74	49.05	46.48
存貨週轉天數(天)	37.02	36.07	33.81	34.84