

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	47.70 元
目標價	
3 個月	52.00 元
12 個月	52.00 元

## 正新(2105 TT)

Trading Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

10/18/2023	Buy	43.10
08/28/2023	Trading Buy	37.60
09/19/2022	Neutral	39.50
12/28/2021	Neutral	37.70

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	32,414
市值(億元)	1,511
目前每股淨值(元)	26.36
外資持股比(%)	17.06
投信持股比(%)	5.07
董監持股比(%)	12.80
融資餘額(張)	2,445
現金股息配發率(%)	90.09

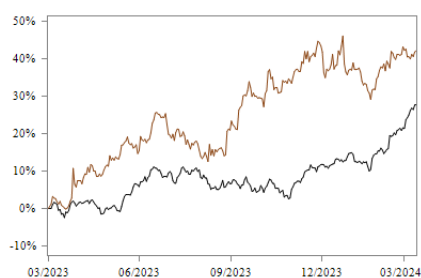
### 產品組合



- 輻射層汽車外胎:39.42%
- 機車外胎:16.82%
- 輻射層卡車外胎:12.89%
- 其他:30.87%

### 股價相對大盤走勢

— 2105 — TWSE



產品組合優化，獲利能力提升。

**投資建議：**雖然 2023 年因市場需求偏弱，正新營收僅 962.01 億元，YoY-2.46%，但得利於產品組合的優化，帶動毛利率逐季長，使全年獲利回升。2024 年國際輪胎需求可望逐漸回溫，預估正新 2024 年營收為 988.17 億元，YoY+2.72%，稅後 EPS 2.72 元。考量印度及印尼兩廠的獲利展望正向，東南亞的佈局已看得到成效，正新可望擺脫過去五年的獲利低潮。對正新的投資建議為 Trading Buy，目標價 52 元(2024 年 PBR 2X)。

**正新 4Q23 毛利率上升，稅後 EPS 0.48 元，符合預期：**正新 4Q23 營收 227.17 億元，YoY-1.06%，QoQ-10.33%。但受惠於產品組合優化，且調漲中國的 PCR 及 TBR 售價，漲幅約 2~3%，帶動毛利率成功上升至 26.33%，稅後 EPS 0.48 元，符合預期。

**天然橡膠價格受供給減少預期推動上漲，後續仍待實際需求回溫，方有助橡膠價格穩定上升：**國際天然橡膠價格在經過 2022~2023 年的下跌整理後，在 4Q23 的走勢開始出現變化。在過去三個月之間，東南亞主要天然橡膠的價格，上漲了 10~34% 不等，近一個月的漲幅也有 3~8%。這一波的橡膠價格上漲，主要由幾個層面推動：1)東南亞國家供給減少：橡膠樹的種植面積在疫情前已經達到高峰，但因為東南亞的洪災及橡膠樹落葉病等問題，使得橡膠產出量展望偏向負面。2)於 4Q23 時市場開始對中國推出經濟刺激政策產生期待，預期中國的橡膠需求可以回升，帶動價格開始落底反彈。

雖然目前天然橡膠的價格表現強勁，但在橡膠需求面的展望仍看不到明顯回升的現況下，可觀察到合成橡膠價格在同一個時期內，也因為原油價格穩定的緣故並沒有隨著天然橡膠漲價而上漲。目前天然橡膠價格上漲主要因為供給減少的預期因素推動，實際需求能否跟上，是影響之後橡膠價格的關鍵。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	96,201	98,817	101,788	22,960	23,529	24,623	25,333	22,717	23,245	25,215	26,447	23,910
營業毛利淨額	23,389	25,162	26,729	5,007	5,025	5,929	6,453	5,982	5,844	6,326	6,897	6,095
營業利益	10,358	12,197	13,414	1,752	1,888	2,631	3,090	2,749	2,668	3,087	3,628	2,813
稅後純益	7,182	8,805	9,902	929	1,583	2,078	1,972	1,550	2,045	2,233	2,610	1,917
稅後 EPS(元)	2.22	2.72	3.05	0.29	0.49	0.64	0.61	0.48	0.63	0.69	0.81	0.59
毛利率(%)	24.31%	25.46%	26.26%	21.81%	21.36%	24.08%	25.47%	26.33%	25.14%	25.09%	26.08%	25.49%
營業利益率(%)	10.77%	12.34%	13.18%	7.63%	8.02%	10.68%	12.20%	12.10%	11.48%	12.24%	13.72%	11.77%
稅後純益率(%)	7.47%	8.91%	9.73%	4.05%	6.73%	8.44%	7.78%	6.82%	8.80%	8.86%	9.87%	8.02%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2.46%	2.72%	3.01%	-14.41%	2.48%	4.65%	2.88%	-10.33%	2.32%	8.48%	4.89%	-9.59%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	44.77%	22.59%	12.46%	-38.51%	70.48%	31.22%	-5.10%	-21.39%	31.96%	9.17%	16.88%	-26.55%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 324.14 億元計算。

## 正新的 ESG：

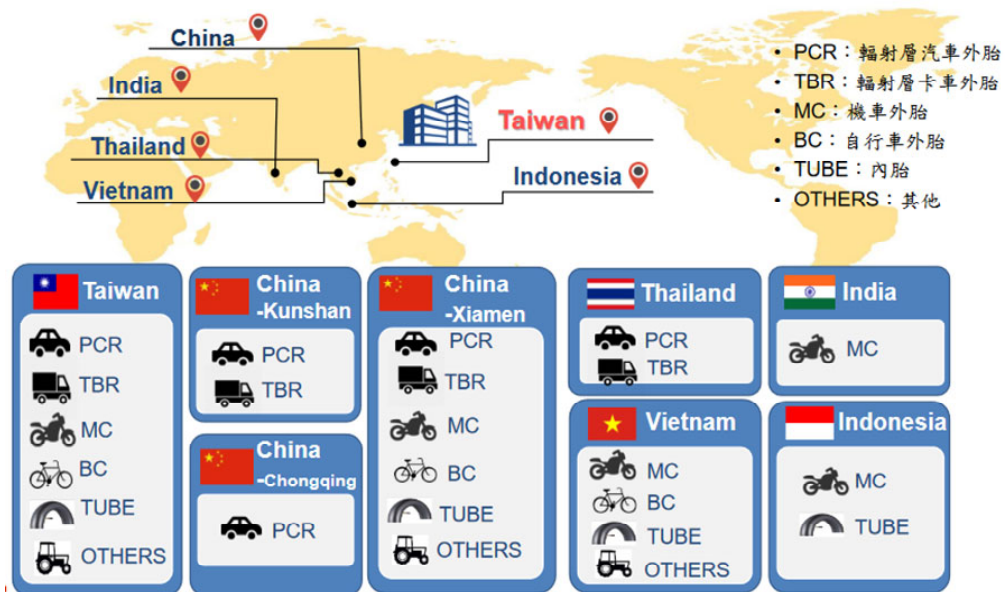
正新為因應極端氣候之風險與衝擊，透過永續發展工作小組召集各部門相關負責人進行分組，依據重大性原則與氣候變遷相關財務揭露架構，鑑別出與正新相關的重大氣候風險議題，從中分析其衝擊程度與機會台灣與大陸地區所推動節能方案。目前成效：在兩岸廠房共減少溫室氣體排放量 18,133 噸。台灣與大陸地區共減少 439.36 百萬公升用水量，啟用太陽能光電系統，每年可產生 2,227.38 萬度。

## 公司簡介：

正新橡膠為台灣規模最大的輪胎製造廠，集團在中國、泰國、台灣、印度、印尼和越南均有生產基地，全球佈局完整。產品包括各種類的輪胎，以 1H22 來看，各別產品的營收占比為，轎車胎 37%、卡車胎 12%、機車胎 21%、內胎 7%、自行車外胎 11%、其他 12%。

正新的主要營收區域為中國，占比約 45%，美洲及歐洲各別占 14%及 9%，亞太占 22%，集團以當地生產銷售當地為主要策略，故大部份的銷貨為內銷，以此盡量降低各區域間銷售的關稅風險。

## 圖一、正新產能配置



資料來源：正新

## 正新 4Q23 毛利率上升，稅後 EPS 0.48 元，符合預期：

正新 4Q23 營收 227.17 億元，YoY-1.06%，QoQ-10.33%。但受惠於產品組合優化，且調漲中國的 PCR 及 TBR 售價，漲幅約 2~3%，帶動毛利率成功上升至 26.33%，稅後 EPS 0.48 元，符合預期。

## 美國對泰國出口的汽車胎雙反稅率複審降低，正新的稅率由 17%降至 4.52%，有利於外銷美國汽車胎的獲利能力：

美國於 2021 年 5 月宣布對台灣、南韓、越南及泰國等四地生產外銷往美國的轎車胎及輕卡車胎課徵反傾銷稅及反補貼稅。經過泰國政府提出申訴後，美國商務部對泰國輪胎反傾銷稅率複審初裁結果出爐。正新泰國廠的

2024 年 3 月 15 日

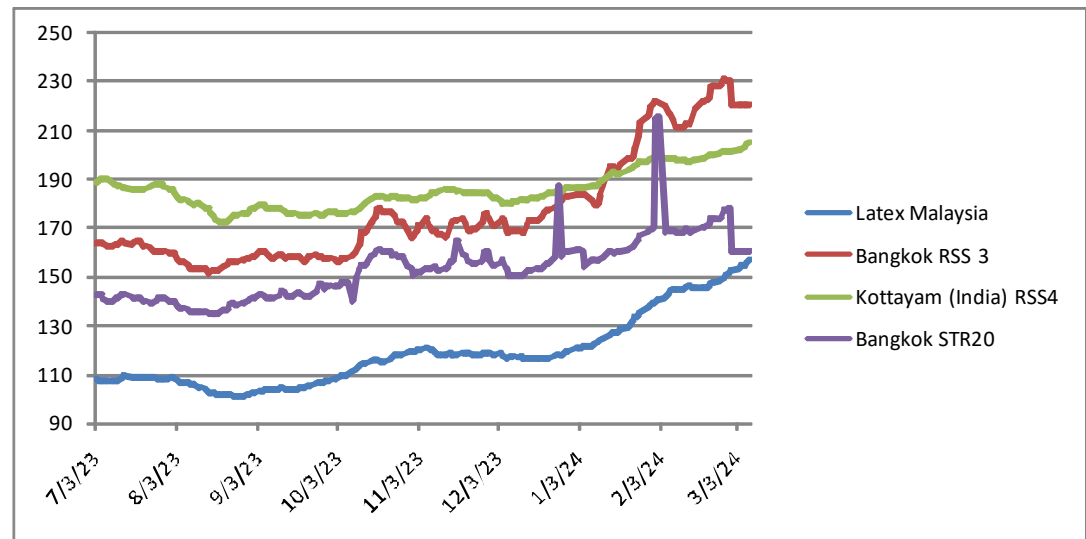
反傾銷稅率，從原本的 17.06% 降至 4.52%，有利於正新泰國廠轎車胎及輕卡車胎外銷美國。其它同業如中國業者森麒麟為 1.24%、日商住友為 6.16%，其他泰國公司的反傾銷稅率皆降為 4.52%。美國對泰國輪胎業者的反傾銷稅率大幅下降，正新將調配產線把外銷美國的產品集中在泰國廠生產，可望提升正新外銷美國汽車胎的獲利能力。

## 天然橡膠價格受供給減少預期推動上漲，後續仍待實際需求回溫，方有助橡膠價格穩定上升：

國際天然橡膠價格在經過 2022~2023 年的下跌整理後，在 4Q23 的走勢開始出現變化。在過去三個月之間，東南亞主要天然橡膠的價格，上漲了 10~34% 不等，近一個月的漲幅也有 3~8%。這一波的橡膠價格上漲，主要由幾個層面推動：1) 東南亞國家供給減少：橡膠樹的種植面積在疫情前已經達到高峰，但因為東南亞的洪災及橡膠樹落葉病等問題，使得橡膠產出量展望偏向負面。2) 於 4Q23 時市場開始對中國推出經濟刺激政策產生期待，預期中國的橡膠需求可以回升，帶動價格開始落底反彈。

雖然目前天然橡膠的價格表現強勁，但在橡膠需求面的展望仍看不到明顯回升的現況下，可觀察到合成橡膠價格在同一個時期內，也因為原油價格穩定的緣故並沒有隨著天然橡膠漲價而上漲。目前天然橡膠價格上漲主要因為供給減少的預期因素推動，實際需求能否跟上，是影響之後橡膠價格的關鍵。

圖二、天然橡膠價格



資料來源：Bloomberg

## 瑪吉斯電動車胎目前主打售後市場，未來爭取成為原廠配備：

順應電動車趨勢，正新旗下品牌瑪吉斯推出電動車用輪胎。瑪吉斯的電動車胎採封閉式胎肩設計加上內層的吸音棉，可有效降低行駛間噪音至 68 分貝，優化車室靜音表現。胎紋的閃電動花紋及 4 條寬主溝設計，加快輪胎排水及溼捉性能。配合全新的電動車胎配方，降低滾動阻力 20%，延長輪胎續航力及磨耗里程。初期電動車胎主攻售後補修市場，未來將有機會與品牌廠合作，切入原廠配件市場。目前瑪吉斯的 VS-EV 車胎在 1H23 的營收占比仍低，估計在 PCR 的營收中僅有 1~2% 的占比，但由於在德國及法國

2024 年 3 月 15 日

都有得獎的記錄，且產品的性價比具有競爭優勢，未來的成長空間仍大。電動車胎的售價及毛利率都較傳統車胎來得高，正新的第一款電動車胎有機會在市場打下好的口碑，為未來十年的電動車胎競爭打下基礎。

**正新雙印廠的長期經營開始看到成果，受惠需求增加營收規模成長，雙印廠的虧損已經縮小甚至由虧轉盈，未來隨產能擴大獲利可望進一步增加：**

正新為了擴展東南亞的市場，在印度及印尼設立新廠已有多多年，但因為營運規模的不足，因此前幾年都處於虧損的狀態，但隨經濟規模增加獲利已看得到曙光。

印尼廠：印尼廠 1H23 已由虧轉盈，1H23 獲利約 1.5 億元，相較 1H22 時的虧損 5 億元明顯好轉。目前印尼廠的本業營業利益已經轉正，只是受到美元升息提高貸款利息支出的影響，仍有出現虧損的風險。正新印尼廠預計在年底將擴大產能至 4 萬條，產能增加接近 2 成。預計在 1H24 可以消化新增的產能再度回到滿載的水準，隨產能的增加提升獲利能力可以消除美元升息帶來的壓力，讓印尼廠穩定在獲利的水平。

印度廠：印度廠 2023 年的訂單大增，推升稼動率達到滿載的水平。1H23 印度廠的營運雖然仍處於虧損，但虧損金額 3.27 億元已較去年同期虧損 6.34 億元大幅減少，顯示出貨量的提升對印度廠的獲利推升顯著。正新已規劃擴增印度廠的產能至每日 2.5 萬條，增加約 4 成，新產能預計 2024 年可以貢獻營收，帶動印度廠的營運往損益兩平前進。

## 投資建議：

雖然 2023 年因市場需求偏弱，正新營收僅 962.01 億元，YoY-2.46%，但得利於產品組合的優化，帶動毛利率逐季長，使全年獲利回升。2024 年國際輪胎需求可望逐漸回溫，預估正新 2024 年營收為 988.17 億元，YoY+2.72%，稅後 EPS 2.72 元。考量印度及印尼兩廠的獲利展望正向，東南亞的佈局已看得到成效，正新可望擺脫過去五年的獲利低潮。對正新的投資建議為 Trading Buy，目標價 52 元(2024 年 PBR 2X)。

## Forward PB Band



2024 年 3 月 15 日

資料來源：CMoney，群益預估彙整



2024 年 3 月 15 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	149,722	145,884	141,586	155,843	161,995
流動資產	57,834	59,474	57,309	57,595	60,762
現金及約當現金	23,946	23,341	23,576	23,139	24,703
應收帳款與票據	12,017	13,049	13,489	11,418	14,238
存貨	20,357	20,984	17,043	21,298	17,773
採權益法之投資	180	200	179	324	355
不動產、廠房設備	81,500	75,517	66,977	66,977	66,977
<b>負債總計</b>	<b>68,245</b>	<b>61,497</b>	<b>55,591</b>	<b>66,790</b>	<b>69,427</b>
流動負債	35,341	28,971	19,780	28,798	30,381
應付帳款與票據	7,857	7,333	7,333	7,600	7,617
非流動負債	32,903	32,526	35,811	37,725	38,761
<b>權益總計</b>	<b>81,477</b>	<b>84,387</b>	<b>85,995</b>	<b>89,053</b>	<b>92,569</b>
普通股股本	<b>32,414</b>	<b>32,414</b>	<b>32,414</b>	<b>32,414</b>	<b>32,414</b>
保留盈餘	56,025	57,200	59,870	62,928	66,444
母公司業主權益	80,918	83,811	85,433	88,402	91,821
<b>負債及權益總計</b>	<b>149,722</b>	<b>145,884</b>	<b>141,586</b>	<b>155,843</b>	<b>161,995</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	15,301	14,525	21,210	30,195	23,255
稅前純益	7,156	6,971	10,507	12,524	13,898
折舊及攤銷	11,242	10,722	10,700	9,377	9,377
營運資金變動	-770	-2,181	3,499	-1,917	722
其他營運現金	-2,327	-987	-3,496	10,211	-742
<b>投資活動現金</b>	-6,398	-6,784	-10,519	-18,347	-7,477
資本支出淨額	-4,259	-3,125	-3,027	-4,522	-4,522
長期投資變動	-2,118	-3,167	-7,479	0	0
其他投資現金	-20	-491	-13	-13,825	-2,955
<b>籌資活動現金</b>	-3,703	-10,546	-10,331	-12,285	-14,214
長借/公司債變動	-2,098	-3,157	-2,688	1,913	1,036
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,890	-3,912	-4,556	-5,835	-6,483
其他籌資現金	2,285	-3,477	-3,087	-8,365	-8,767
<b>淨現金流量</b>	4,834	-2,587	234	-437	1,564
<b>期初現金</b>	19,113	25,928	23,341	23,576	23,139
<b>期末現金</b>	23,946	23,341	23,576	23,139	24,703

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	101,537	98,623	96,201	98,817	101,788
營業成本	79,150	77,640	72,813	73,655	75,058
<b>營業毛利淨額</b>	22,387	20,983	23,389	25,162	26,729
營業費用	14,734	13,609	13,031	12,966	13,316
<b>營業利益</b>	7,654	7,374	10,358	12,197	13,414
<b>EBITDA</b>	18,766	18,097	21,602	23,257	24,708
業外收入及支出	-498	-779	-497	328	484
稅前純益	7,156	6,971	10,507	12,524	13,898
所得稅	1,861	1,978	3,309	3,632	3,899
稅後純益	5,270	4,961	7,182	8,805	9,902
稅後 EPS(元)	1.63	1.53	2.22	2.72	3.05
完全稀釋 EPS**	1.63	1.53	2.22	2.72	3.05

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 324.14【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 324.14 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	5.54%	-2.87%	-2.46%	2.72%	3.01%
營業毛利淨額	-6.68%	-6.27%	11.46%	7.58%	6.23%
營業利益	-10.97%	-3.65%	40.46%	17.75%	9.98%
稅後純益	-12.00%	-5.86%	44.77%	22.59%	12.46%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	22.05%	21.28%	24.31%	25.46%	26.26%
EBITDA(%)	18.48%	18.35%	22.46%	23.54%	24.27%
營益率	7.54%	7.48%	10.77%	12.34%	13.18%
稅後純益率	5.19%	5.03%	7.47%	8.91%	9.73%
總資產報酬率	3.52%	3.40%	5.07%	5.65%	6.11%
股東權益報酬率	6.47%	5.88%	8.35%	9.89%	10.70%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	45.58%	42.15%	39.26%	42.86%	42.86%
負債/淨值比(%)	83.76%	72.87%	64.64%	75.00%	75.00%
流動比率(%)	163.64%	205.29%	289.73%	200.00%	200.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	89.10	97.17	95.31	95.00	95.00
應收帳款天數	46.87	46.38	50.34	46.00	46.00

2024 年 3 月 15 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	26,827	22,960	23,529	24,623	25,333	22,717	23,245	25,215	26,447	23,910	24,018	26,094
營業成本	21,234	17,953	18,504	18,695	18,880	16,734	17,401	18,889	19,550	17,816	17,951	19,184
營業毛利淨額	5,593	5,007	5,025	5,929	6,453	5,982	5,844	6,326	6,897	6,095	6,067	6,910
營業費用	3,489	3,255	3,137	3,298	3,363	3,233	3,176	3,239	3,269	3,281	3,215	3,320
營業利益	2,104	1,752	1,888	2,631	3,090	2,749	2,668	3,087	3,628	2,813	2,852	3,590
業外收入及支出	38	-506	312	284	-149	-298	241	89	84	-87	277	187
稅前純益	2,142	1,246	2,200	2,915	2,941	2,451	2,909	3,176	3,712	2,727	3,129	3,777
所得稅	615	315	618	823	969	899	844	921	1,077	791	876	1,095
稅後純益	1,510	929	1,583	2,078	1,972	1,550	2,045	2,233	2,610	1,917	2,231	2,655
最新股本	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414	32,414
稅後EPS(元)	0.47	0.29	0.49	0.64	0.61	0.48	0.63	0.69	0.81	0.59	0.69	0.82

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	20.85%	21.81%	21.36%	24.08%	25.47%	26.33%	25.14%	25.09%	26.08%	25.49%	25.26%	26.48%
營業利益率(%)	7.84%	7.63%	8.02%	10.68%	12.20%	12.10%	11.48%	12.24%	13.72%	11.77%	11.87%	13.76%
稅後純益率(%)	5.63%	4.05%	6.73%	8.44%	7.78%	6.82%	8.80%	8.86%	9.87%	8.02%	9.29%	10.17%

## QoQ(%)

營業收入淨額	11.51%	-14.41%	2.48%	4.65%	2.88%	-10.33%	2.32%	8.48%	4.89%	-9.59%	0.45%	8.64%
營業利益	14.49%	-16.72%	7.73%	39.38%	17.44%	-11.02%	-2.96%	15.71%	17.53%	-22.46%	1.37%	25.88%
稅前純益	23.66%	-41.81%	76.51%	32.53%	0.88%	-16.65%	18.70%	9.17%	16.88%	-26.55%	14.75%	20.71%
稅後純益	31.56%	-38.51%	70.48%	31.22%	-5.10%	-21.39%	31.96%	9.17%	16.88%	-26.55%	16.38%	19.02%

## YoY(%)

營業收入淨額	10.56%	-5.03%	-5.04%	2.35%	-5.57%	-1.06%	-1.21%	2.40%	4.40%	5.25%	3.33%	3.49%
營業利益	85.09%	31.26%	12.34%	43.16%	46.86%	56.91%	41.34%	17.33%	17.42%	2.33%	6.89%	16.29%
稅前純益	65.59%	-3.40%	18.83%	68.32%	37.32%	96.69%	32.27%	8.96%	26.23%	11.24%	7.53%	18.91%
稅後純益	58.85%	1.14%	15.20%	80.98%	30.54%	66.88%	29.18%	7.47%	32.37%	23.67%	9.06%	18.91%

註1：稅後EPS以股本324.14億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。