

建大 (2106 TT) Kenda Rubber

營運穩健復甦，惟歐美修補市場短期庫存調整

持有-超越同業 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$35.0

收盤價 (2024/08/08)：NT\$31.0

隱含漲幅：12.9%

營收組成 (1Q24)

自行車胎 6%、摩托車及其他斜交胎 42%、輻射層輪胎 32%、內胎 3%、其他 17%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	--
目標價 (NT\$)	35.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	35.5	--
2024年EPS	1.7	--

交易資料表

市值	NT\$29,550百萬元
外資持股比率	9.4%
董監持股比率	24.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$21.20
負債比	56.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	38,618	34,444	35,514	37,858
營業利益	231	1,295	2,073	2,495
稅後純益	338	881	1,636	1,875
EPS (元)	0.37	0.92	1.71	1.96
EPS YoY (%)	-63.3	148.6	85.9	14.6
本益比 (倍)	83.5	33.7	18.1	15.8
股價淨值比 (倍)	1.5	1.5	1.5	1.4
ROE (%)	1.8	4.5	8.1	9.0
現金殖利率 (%)	1.6%	3.2%	4.4%	5.1%
現金股利 (元)	0.50	1.00	1.37	1.57

何宗祐

bill0066@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 2Q24 營收 91.2 億元，季增 10.4%/年增 4.8%，隨中國自行車修補市場需求提升，且中國中高端汽車需求暢旺，帶動內胎出貨量提升。
- ◆ 3Q24 中國輪胎市場價格漲跌互現，整體市場競爭將加大，估建大 3Q24 營收 91.3 億元，季持平/年增 2%。
- ◆ 給予建大「持有-超越同業」投資評等，目標價 35 元，以 1.6 倍 2025 年每股淨值 20.44 元推得。

2Q24 營收 91.2 億元，年增 4.8%，營業利益年增 70%

建大 2Q24 營收 91.2 億元，季增 10.4%/年增 4.8%，隨中國自行車修補市場需求提升，且中國中高端汽車需求暢旺，帶動內胎出貨量提升，毛利方面，儘管整體輪胎市場調漲價格約 2-3%，然受運費高漲及原料價格續漲，因此 2Q24 毛利率 22.5%，季減 1.2ppts/年增 4.1ppts，不過因 2Q24 深圳廠精簡約 350 人，增加約 6,000 萬元的遣散費，因此營業利益 4.9 億元，季減 12%/年增 70%，稅後獲利 4.3 億元，季減 2.2%，年增 9.7%，EPS 0.45 元。

3Q24 中國輪胎市場價格漲跌互現，預期終端競爭幅度加大

中國多數輪胎廠於 6M24 宣告調漲輪胎售價約 2-5%後，實體輪胎銷售量下降，至 7 月中旬部分品牌加大促銷力度，目前半鋼胎部分訂單交付期延後，短期未見汽車銷量恢復，整體市場競爭加大。儘管短期歐美市場修補市場仍處庫存調整階段，不過自行車胎稼動率已提升至 50%，預估建大 3Q24 營收 91.3 億元，季持平/年增 2%，毛利方面部分客戶接受反映原料上漲而調整價格，尚未全面反映原料漲幅，估 3Q24 毛利率 21.7%，營業利益 4.7 億元，季減 3.3%，年減 18.3%，EPS 0.37 元，季減 16.5%/年減 17.5%。

給予建大「持有-超越同業」投資評等，目標價 35 元

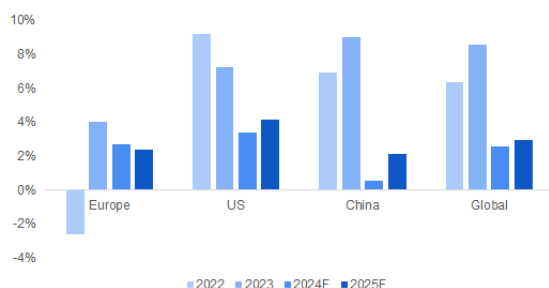
展望 2024/2025 年，本中心認為自行車市場已於供應鏈見中國區域需求強勁，另汽車胎方面歐美修補市場仍處庫存調整階段，不過隨汽車保有量持續提升，狀況將持續改善。本中心預估建大 2024/2025 年營收 355.1/378.9 億元，年增 3.1%/6.6%，營業利益 20.7 億元/24.9 億元，年增 60.1%/20.4%，EPS 1.71/1.96 元，年增 85.7%/14.6%。未來有望隨 ROE 逐年成長推升評價，不過面臨競爭對手由泰國輪美的力道加大，建大短期需面臨北美市場放緩及競爭加劇的情況，因此以建大歷史 PB 1.0-2.3 倍，給予 1.6 倍 2025 年每股淨值 20.44 元，目標價 35 元，上檔空間約 13%，給予持有-超越同業評等。

2024/2025 年汽車保有量持續增加，估輪胎銷量溫和成長

據公安部統計數據顯示，1H24 中國機動車保有量 4.4 億輛，年增 3.3%，其中汽車 3.45 億輛，年增 5.2%，同時據中國國家統計局資料顯示，累計至 1H24 中國公路旅客周轉量 2500 億人公里(指由各種公路運輸工具實際運送的旅客人數與相應運送距離的乘積和)，年增 54%，均指出中國目前汽車保有量及行駛人流潮均顯現，儘管公路旅客周轉量尚未恢復至 1H19 的 4,423 億人公里，但仍對 AM 輪胎需求具一定支撐。

全球輪胎市場方面，據 Michelin(ML FP)統計，1H24 全球原廠(OE)胎經由 2023 年強勁增長後，整體經濟已經恢復到正常狀態，因此整體 OE 銷量呈年減 1%、替換(RE)胎受惠全球 RE 胎需求增長呈年增 4%，本中心依全球新車銷售及汽車保有量進行推算，預估 2024/2025 年 OE 胎分別年增 2.6%/2.9%，RE 胎分別呈年增 3.7%/3.9%，總計全球輪胎市場 2024 年呈年增 3.4/3.6%。

圖 1：OE 胎預估



資料來源：Micheline、元大投顧

圖 2：RE 胎預估



資料來源：Micheline、元大投顧

越南廠將進行擴產，因應未來北美

建大以自行車用內外胎起家，並逐步跨入機車、工業機具並到汽車用輪胎，目前及未來營運項目將著手於汽車胎，並以北美市場為主，2023 年美國市場約佔公司營收 44%，於北美乘用車胎市場市佔率 1.5%，年增 0.5ppts；產能部分則以昆山廠約 1.7 萬條、越南廠 1.7 萬條為主，雲林廠 6,454 條、天津廠 6,000 條，總產能 4.6 萬條。除看好越南當地內銷市場外，現已為建大重要出口美國的汽車輪胎基地。

為滿足越南廠生產需求，建大於 2020 年啟動越南 2 廠擴增計畫，不過計畫時程受疫情影響遞延至 3Q24，2024 年將運用 3.4 億購置越南 2 期廠房土地，2025 年機台將陸續進駐，預計 2025 年資本支出 21.8 億元，其中預計添購設備 13.8 億、廠房設備 8 億元，並預計於 1Q26 完工。

圖 3：建大轎車胎產能分布

轎車胎	員林廠	雲林廠	天津廠	昆山廠	印尼廠	越南廠	深圳廠	合計
設備日產能(條)	-	6,454	6,000	17,000	-	17,000	-	46,454

資料來源：公司資料、元大投顧

美對泰國半鋼胎反傾銷稅落定，建大由越南廠因應美國市場需求

6M20 美國商務部對泰國乘用車及輕卡輪胎啟動反傾銷調查，正新泰國廠 PCR 轎車胎及 LTR 輕卡胎需課徵反傾銷稅率為 17.06%。9M22 美國商務部啟動複審調查，複查初裁後正新泰國廠稅率調降至 4.52%，1M24 公布終裁結果與初裁一致，因此 1Q24 正新及相關中國廠商加大自泰國輸美力道。

相較建大而言，2021 年，美國商務部對來自南韓和台灣的乘用車和輕型卡車輪胎進行了反傾銷和反補貼調查。目前建大越南廠輸美輪胎無反傾銷稅，僅反補貼稅 6.46%，不過因 1Q24 泰國輸往美國輪胎市場稅率已明顯下降，建大營運或受此影響。

圖 4：2021 年美國對越南/泰國實施進行反傾銷、反補貼調查說明

泰國	初判稅率	終判稅率	2023 年複審稅率
住友(Sumitomo)	13.25%	14.62%	6.16%
玲瓏(LLIT)	22.21%	21.09%	4.52%
其他企業	16.66%	17.08%	4.52%
越南(反補貼)	初判稅率	終判稅率	
賽輪(Sailun)	6.77%	6.23%	
錦湖(Kumho)	7.79%	10.08%	
其他企業	6.77%	6.46%	
越南(反傾銷)	初判稅率	終判稅率	
建大(Kenda)	0.00%	0.00%	
賽輪等共 4 家	0.00%	0.00%	
其他企業	22.30%	22.03%	
越南	初判稅率	終判稅率	
建大(Kenda)	6.77%	6.46%	
賽輪(Sailun)	6.77%	6.23%	
錦湖(Kumho)	7.79%	10.08%	
其他企業	29.07%	28.49%	

資料來源：公司資料、元大投顧

2Q24 營收 91.2 億元，年增 4.8%，營業利益年增 70%

建大 2Q24 營收 91.2 億元，季增 10.4%/年增 4.8%，隨中國自行車修補市場需求提升，且中國中高端汽車需求暢旺，帶動內胎出貨量提升，因此整體出貨量維持穩健成長，毛利方面，儘管整體輪胎市場調漲價格約 2-3%，然受運費高漲及原料價格續漲，因此 2Q24 毛利率 22.5%，季減 1.2ppts/年增 4.1ppts，不過因 2Q24 深圳廠精簡約 350 人，增加約 6,000 萬元的遣散費，造成費用提升，因此營業利益 4.9 億元，季減 12%/年增 70%，稅後獲利 4.3 億元，季減 2.2%，年增 9.7%，EPS 0.45 元，季減 2.2%，年增 9.7%。

圖 5：2024 年第 2 季財報回顧與比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	8,704	8,265	9,122	10.4%	4.8%	9,443	-3.4%
營業毛利	1,601	1,955	2,052	5.0%	28.2%	2,039	0.6%
營業利益	286	554	488	-12.0%	70.3%	564	-13.5%
稅前利益	529	579	558	-3.7%	5.5%	633	-11.8%
稅後淨利	387	436	425	-2.5%	9.7%	472	-9.9%
調整後 EPS (元)	0.41	0.46	0.45	-2.2%	9.7%	0.50	-9.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	18.4%	23.7%	22.5%	-1.2	4.1	21.6%	0.9
營業利益率	3.3%	6.7%	5.4%	-1.4	2.1	6.0%	-0.6
稅後純益率	4.5%	5.3%	4.7%	-0.6	0.2	5.0%	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

3Q24 中國輪胎市場價格漲跌互現，預期終端競爭幅度加大

展望 3Q24，中國多數輪胎廠於 6M24 宣告調漲輪胎售價約 2-5%不等後，面臨五一假期後的需求下滑且 618 促銷活動，實體輪胎銷售量呈下降趨勢，因此至 7 月中旬，部分品牌加大促銷力度，如馬牌、倍耐力、瑪吉斯、中策橡膠等皆有推動部分地區的促銷活動。又據隆眾資訊資料顯示，目前半鋼胎部分訂單交付期延後，輔以乘聯會初步統計汽車零售 172.9 萬輛，月減 2%，年減 2%，短期未見汽車銷量恢復，預期整體市場競爭將加大。

儘管短期歐美市場修補市場仍處庫存調整階段，不過隨自行車庫存去化，自行車胎稼動率已提升至 50%(1Q24 約 39%)，預估建大 3Q24 營收 91.3 億元，季持平/年增 2%，毛利方面部分客戶接受反映原料上漲而調整價格，惟尚未全面反映原料漲幅，估 3Q24 仍會使用高價原料，估 3Q24 毛利率 21.7%，營業利益 4.7 億元，季減 3.3%，年減 18.3%，稅後淨利 3.6 億元，季減 16.5%/年減 17.5%，EPS 0.37 元，季減 16.6%/年減 17.5%。

圖 6：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	8,956	9,122	9,132	0.1%	2.0%	9,422	-3.1%
營業毛利	1,970	2,052	1,983	-3.4%	0.7%	2,129	-6.9%
營業利益	577	488	472	-3.3%	-18.3%	674	-30.0%
稅前利益	583	558	473	-15.2%	-18.9%	665	-28.9%
稅後淨利	430	425	355	-16.5%	-17.5%	490	-27.6%
調整後 EPS (元)	0.45	0.45	0.37	-16.6%	-17.5%	0.51	-27.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	22.0%	22.5%	21.7%	-0.8	-0.3	22.6%	-0.9
營業利益率	6.4%	5.3%	5.2%	-0.2	-1.3	7.2%	-2.0
稅後純益率	4.8%	4.7%	3.9%	-0.8	-0.9	5.2%	-1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 7：2024 年輪胎漲價企業

企業	漲價產品	漲幅	漲價時間
中策橡膠	TBR	2%-4%	2024/4/1
賽倫集團	TBR	2%-4%	2024/4/1
玲瓏輪胎	PCR	2%-3%	2024/4/1
	TBR	2%-3%	2024/4/1
眾寧橡膠	TBR	3%	2024/4/1
奧萊斯	TBR	2%-3%	2024/4/1
永盛橡膠	所有產品	3%-5%	2024/4/1
雙星輪胎	PCR	2%-4%	2024/3/25
三角輪胎	OTR	2%-3%	2024/3/29
	PCR	2%-3%	2024/3/29
廈門正新	PCR、LTR、TBR	3%-5%	2024/4/1
瑪吉斯	PCR(PS-EV 除外)	3%-5%	2024/4/1
	TBR、LTS	2%-5%	2024/4/1

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

預估建大 2024/2025 年營收年增 3%/6.6%

展望 2024/2025 年，本中心認為自行車市場已於供應鏈見中國區域需求強勁，庫存調整狀況將逐季改善，建大自行車產能利用率已回升到 50%，將為今明兩年的營運成長因子，另汽車胎方面歐美修補市場仍處庫存調整階段，不過隨汽車保有量持續提升，狀況將持續改善。其他地區方面，越南廠將持續為建大供應北美市場的重要生產基地，目前越南廠產能利用率約 62%，隨北美市場庫存緩解，將進一步推升越南廠產能利用率。本中心預估建大 2024/2025 年營收 355.1/378.9 億元，年增 3.1%/6.6%，毛利率 22.5%/22.7%，年增 3.1ppts/0.2ppts，營業利益 20.7 億元/24.9 億元，年增 60.1%/20.4%，稅後獲利 16.4 億元/18.8 億元，年增 85.7%/14.6%，EPS 1.71/1.96 元。

產業概況

建大北美修補市場市佔率提升，並持續投入研發能力

建大輕型卡車胎與轎車的組車胎(OE)、維修胎(RE)比重約 2：8，隨研發能力提升，如新能源車胎需做海綿靜音及增加對噪音的控制，現已與北美新興電動車廠商進行合作，且已於 3Q24 於越南廠考核，目前正在進行試量產，預期隨該車廠車款於 2H25 釋出後，將提升建大配套胎的能力與知名度。以北美修補胎市佔率而言，建大乘用车胎及輕卡車胎在北美修補市場市佔率於 2022 年分別為 1.5%/1.5%，分別提升 0.5ppts/持平。

圖 8：2022 年北美修補胎市場市佔率

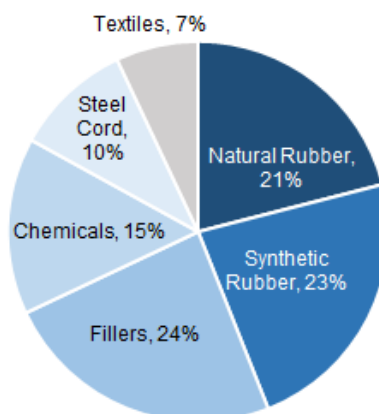
轎車修補胎市場市佔率		卡車胎修補胎市場市佔率	
品牌	2022 市占率	品牌	2022 市占率
Goodyear	10.5%	Goodyear	9.0%
Michelin	9.5%	BFGoodrich	7.5%
Bridgestone	7.0%	Bridgestone	6.5%
Firestone	7.0%	Firestone	6.5%
Continental	5.0%	Michelin	6.5%
Falken	5.0%	General	6.0%
BFGoodrich	4.0%	Cooper	5.5%
Cooper	3.5%	Toyo	5.5%
Hankook	3.5%	Yokohama	5.0%
Yokohama	3.5%	Hankook	4.0%
General	3.0%	Falken	3.5%
Kumho	3.0%	Hercules	3.0%
Nexen	2.5%	Kumho	2.5%
Toyo	2.5%	Continental	2.0%
GT Radial	2.5%	Muti-Mike	2.0%
Hercules	2.0%	Nexen	2.0%
Muti-Mike	2.0%	Pirelli	2.0%
Pirelli	2.0%	GT Radial	1.5%
Kenda	1.5%	Kenda	1.5%
Nitto	1.5%	Maxxis	1.5%
Seilun	1.5%	Seilun	1.5%
Sentury	1.5%	Big O	1.0%
Sumitomo	1.5%	Kelly	1.0%
Uniroyal	1.5%	Mastercraft	1.0%
Big O	1.0%	Nitto	1.0%
Mastercraft	1.0%	Sumitomo	1.0%
Maxxis	1.0%	Others	10.0%
Primewell	1.0%		
Others	9.5%		

資料來源：公司資料、元大投顧

輪胎供應商獲利與橡膠價格相關性最高

輪胎約 7-8 成成本來自於原物料，2023 年 Michelin 輪胎原物料成本占比：生膠(21%)、人造膠(23%)、鋼絲(10%)、輪胎填充劑(24%)、化學藥品(抗氧化劑等橡膠助劑)(15%)。其中，天然橡膠、合成橡膠合計占原材料成本的 45%，因此橡膠價格波動影響輪胎企業的獲利程度最大，在觀察原物料對輪胎獲利多以橡膠為指標。

圖 9：2023 年輪胎原物料成本占比

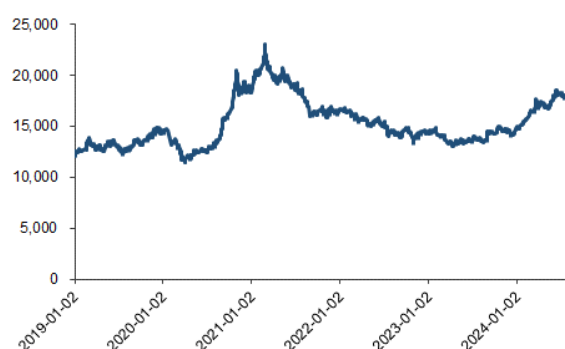


資料來源：公司資料、元大投顧、Cmoney

2Q24 天膠平均價格漲幅約 8%，輪胎終端進入消化階段

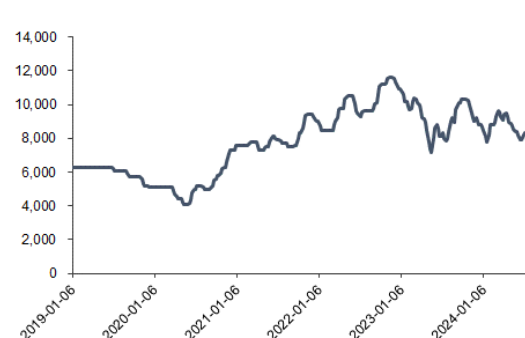
2Q24 天膠平均價格漲幅約 8%，原物料價格持續上漲後，展望 2H24，7-10 月為越南、中國天然橡膠旺產期，整體供應量將呈增加趨勢，估原料價格不易續漲，需求端而言，觀察中汽協發布的 6 月中國汽車經銷商庫存預警指數 62.3，月增 4.1ppts，年增 8.3ppts，且 6 月汽車銷量 255.2 萬輛，月增 6%，年減 3%，受五一假期後終端汽車消費動能放緩，預期終端汽車經銷商備貨尚不會太積極。輪胎方面，考量中國全鋼胎、半鋼胎開工率維持高檔，輪胎終端仍將進入消化階段。

圖 10：天然橡膠價格 (單位：人民幣)



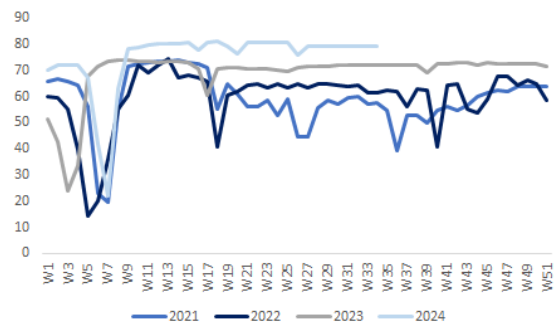
資料來源：Wind、元大投顧

圖 11：碳黑價格 (單位：人民幣)



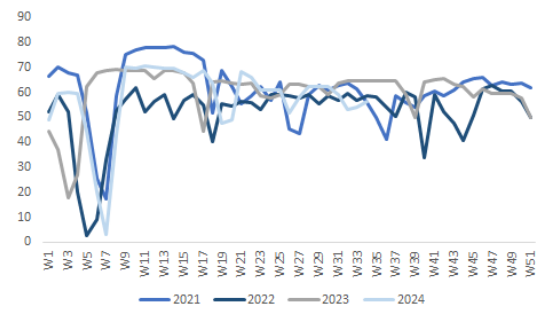
資料來源：Wind、元大投顧

圖 12：半鋼胎開工率



資料來源：Wind、元大投顧

圖 13：全鋼胎開工率



資料來源：Wind、元大投顧

獲利調整與股票評價

給予建大「持有-超越同業」投資評等，目標價 35 元

展望 2024/2025 年，本中心認為自行車市場已於供應鏈見中國區域需求強勁，庫存調整狀況將逐季改善，建大自行車胎產能利用率已回升到 50%，將為今明兩年的營運成長因子，另汽車胎方面歐美修補市場仍處庫存調整階段，不過隨汽車保有量持續提升，狀況將持續改善。其他地區方面，越南廠將持續為建大供應北美市場的重要生產基地，目前越南廠產能利用率約 62%，隨北美市場庫存緩解，將進一步推升越南廠產能利用率。本中心預估建大 2024/2025 年營收 355.1/378.9 億元，年增 3.1%/6.6%，毛利率 22.5%/22.7%，年增 3.1ppts/0.2ppts，營業利益 20.7 億元/24.9 億元，年增 60.1%/20.4%，稅後獲利 16.4 億元/18.8 億元，年增 85.7%/14.6%，EPS 1.71/1.96 元。

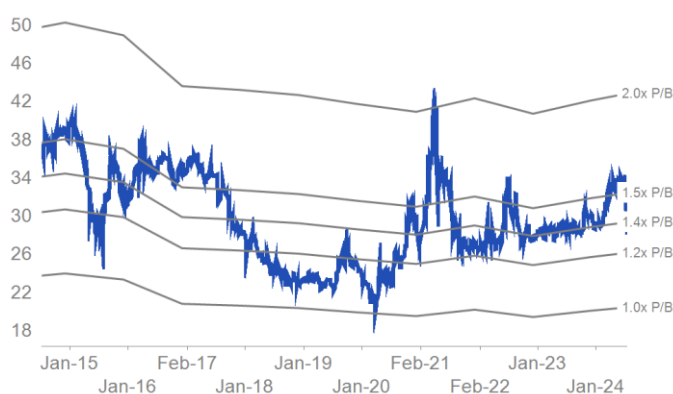
評價方面，建大歷史股價本淨比與 ROE 呈現正相關，本中心預估 2024/2025 年 ROE 為 8.1%/9%，年增 3.6ppts/0.9ppts。故有望隨 ROE 逐年成長推升評價，不過面臨競爭對手由泰國輸美的力道加大，建大短期需面臨北美市場放緩及競爭加劇的情況，因此以建大歷史 PB 1.0-2.3 倍，本中心給予 1.6 倍 2025 年每股淨值 20.44 元，目標價 35 元，上檔空間約 13%，給予持有-超越同業評等。

圖 14：2024 和 2025 年財務預估

(百萬元)	2024 估	2025 估
營業收入	100,248	103,786
營業毛利	25,696	27,239
營業利益	12,551	13,563
稅前利益	12,242	13,457
稅後淨利	8,715	9,536
調整後 EPS (元)	2.69	2.94
重要比率 (%)		
營業毛利率	25.6%	26.3%
營業利益率	12.5%	13.1%
稅後純益率	8.7%	9.2%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 16：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
建大	2106 TT	持有-超越 同業	31.0	895	0.92	1.71	1.96	33.5	18.1	15.8	160.5	85.3	14.6
國外同業													
Yokohama Rubber Co Ltd	5101 JP	未評等	2,998.50	3,466	419.32	497.88	520.08	7.2	6.0	5.8	46.4	18.7	4.5
Sumitomo Rubber Industries Ltd	5110 JP	未評等	1,371.00	2,458	140.86	159.14	194.37	9.7	8.6	7.1	293.5	13.0	22.1
Bridgestone Corp	5108 JP	未評等	5,657.00	27,523	477.60	546.18	595.32	11.8	10.4	9.5	8.6	14.4	9.0
Hankook Tire & Technology Co Ltd	161390 KS	未評等	40,750.00	3,528	5,903.9	9,311.6	8,725.4	6.9	4.4	4.7	4.3	57.7	(6.3)
Pirelli & C SpA	PIRC IM	未評等	5.21	5,727	0.48	0.55	0.63	10.9	9.4	8.3	14.7	15.6	13.6
Continental AG	CONG GY	未評等	58.08	13,127	5.78	8.73	10.56	10.0	6.7	5.5	1,636.3	50.9	21.0
Goodyear Tire & Rubber Co	GT US	未評等	7.69	2,192	(2.4)	1.0	1.6	-	7.9	4.9	-	-	60.9
Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA	MICP FP	未評等	33.98	26,687	2.8	3.4	3.7	12.2	9.9	9.2	(1.2)	23.1	8.6
Shandong Linglong Tyre Co Ltd	601966 CH	未評等	16.52	3,358	0.9	1.5	1.8	17.5	11.0	9.0	376.9	60.0	21.7
國外同業平均								9.4	7.6	6.5	334.0	28.4	17.8
國內同業													
正新	2105 TT	持有-超越 同業	31.6	915	0.4	(0.2)	1.4	85.0	--	21.8	(63.4)	--	--
國內同業平均					0.4	(0.2)	1.4	85.0	--	21.8	(63.4)	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 17：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
建大	2106 TT	持有-超越 同業	31.0	895	4.5	8.1	9.0	20.5	21.2	21.8	1.5	1.5	1.4
國外同業													
Yokohama Rubber Co Ltd	5101 JP	未評等	2,998.50	3,466	9.9	10.5	10.1	4,612.5	4,962.8	5,385.0	0.7	0.6	0.6
Sumitomo Rubber Industries Ltd	5110 JP	未評等	1,371.00	2,458	6.3	7.0	7.5	2,372.9	2,482.7	2,587.7	0.6	0.6	0.5
Bridgestone Corp	5108 JP	未評等	5,657.00	27,523	10.5	11.0	11.0	4,899.1	5,179.7	5,536.1	1.2	1.1	1.0
Hankook Tire & Technology Co Ltd	161390 KS	未評等	40,750.00	3,528	7.7	11.0	9.4	78,306	84,543	91,673	0.5	0.5	0.4
Pirelli & C SpA	PIRC IM	未評等	5.21	5,727	11.0	9.5	10.4	5.5	5.9	6.1	0.9	0.9	0.9
Continental AG	CONG GY	未評等	58.08	13,127	13.5	11.3	13.3	68.4	72.1	78.7	0.8	0.8	0.7
Goodyear Tire & Rubber Co	GT US	未評等	7.69	2,192		6.2	9.2	16.4	17.4	18.5	0.5	0.4	0.4
Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA	MICP FP	未評等	33.98	26,687	11.3	13.3	13.4	25.1	26.7	28.7	1.4	1.3	1.2
Shandong Linglong Tyre Co Ltd	601966 CH	未評等	16.52	3,358	6.9	10.0	11.2	14.2	15.2	16.6	1.2	1.1	1.0
國外同業平均					9.8	9.5	10.1				0.7	0.7	0.7
國內同業													
正新	2105 TT	持有-超越 同業	31.6	915	8.5	11.9	13.2	26.4	27.1	27.6	1.7	1.7	1.7
國內同業平均					8.5	11.9	13.2				1.7	1.7	1.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

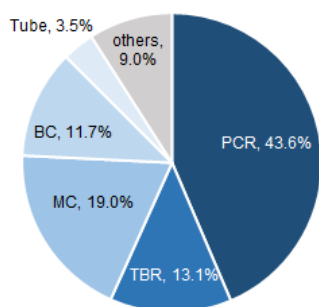
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	8,265	9,122	9,132	8,996	8,609	9,774	9,803	9,672	35,514	37,858
銷貨成本	(6,310)	(7,069)	(7,149)	(6,996)	(6,743)	(7,556)	(7,539)	(7,422)	(27,524)	(29,260)
營業毛利	1,955	2,052	1,983	1,999	1,866	2,218	2,263	2,250	7,990	8,598
營業費用	(1,401)	(1,565)	(1,511)	(1,441)	(1,376)	(1,556)	(1,577)	(1,593)	(5,917)	(6,102)
營業利益	554	488	472	559	490	662	686	657	2,073	2,495
業外利益	25	70	1	1	1	2	1	1	98	6
稅前純益	579	558	473	560	491	664	687	658	2,171	2,501
所得稅費用	(144)	(133)	(118)	(140)	(123)	(166)	(172)	(165)	(535)	(625)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	436	425	355	420	369	498	515	494	1,636	1,875
調整後每股盈餘(NT\$)	0.46	0.45	0.37	0.44	0.39	0.52	0.54	0.52	1.71	1.96
調整後加權平均股數(百萬股)	955	955	955	955	955	955	955	955	955	955
重要比率										
營業毛利率	23.7%	22.5%	21.7%	22.2%	21.7%	22.7%	23.1%	23.3%	22.5%	22.7%
營業利益率	6.7%	5.4%	5.2%	6.2%	5.7%	6.8%	7.0%	6.8%	5.8%	6.6%
稅前純益率	7.0%	6.1%	5.2%	6.2%	5.7%	6.8%	7.0%	6.8%	6.1%	6.6%
稅後純益率	5.3%	4.7%	3.9%	4.7%	4.3%	5.1%	5.3%	5.1%	4.6%	5.0%
有效所得稅率	24.8%	23.8%	24.9%	25.0%	25.1%	25.0%	25.0%	25.1%	24.6%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	-3.5%	10.4%	0.1%	-1.5%	-4.3%	13.5%	0.3%	-1.3%		
營業利益	-13.6%	-12.0%	-3.3%	18.4%	-12.3%	35.1%	3.6%	-4.2%		
稅後純益	-1.7%	-2.5%	-16.5%	18.3%	-12.1%	35.0%	3.4%	-4.1%		
調整後每股盈餘	-1.7%	-2.5%	-16.6%	18.4%	-12.3%	35.1%	3.6%	-4.2%		
年增率(%)										
營業收入	0.6%	4.8%	2.0%	5.0%	4.2%	7.1%	7.3%	7.5%	3.1%	6.6%
營業利益	6.7%	70.3%	-18.3%	-12.9%	-11.6%	35.7%	45.3%	17.5%	60.1%	20.4%
稅後純益	--	9.7%	-17.5%	-5.2%	-15.3%	17.2%	45.1%	17.6%	85.7%	14.6%
調整後每股盈餘	--	9.7%	-17.5%	-5.2%	-15.3%	17.0%	45.3%	17.5%	85.7%	14.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標"A"為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

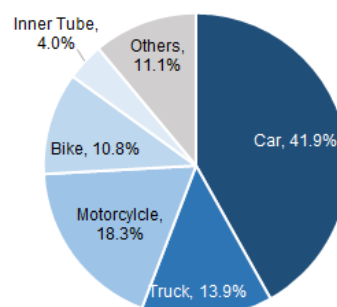
建大成立於 1962 年 3 月，是一家以生產自行車內外胎起家的廠商，目前產品除了自行車車胎外，還包括機車內外胎、工業用車內外胎、輕型卡車內外胎、轎車胎、輻射層輪胎及防水膠布等，並以自有品牌「KENDA」行銷全球，為台灣第二大輪胎廠。2023 年產品別可分為：自行車內外胎 15%、摩托車及其他斜交胎 42%、輻射層輪胎 43%；地區別為北美 44%、中國 26%、台灣 8%、越南 9%、其他 13%。

圖 19：產能組成



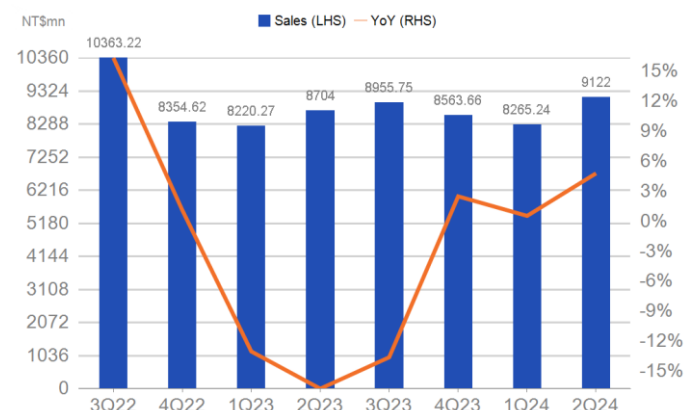
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



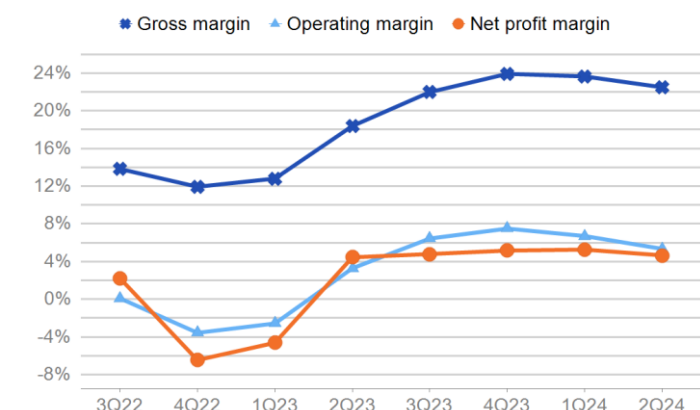
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



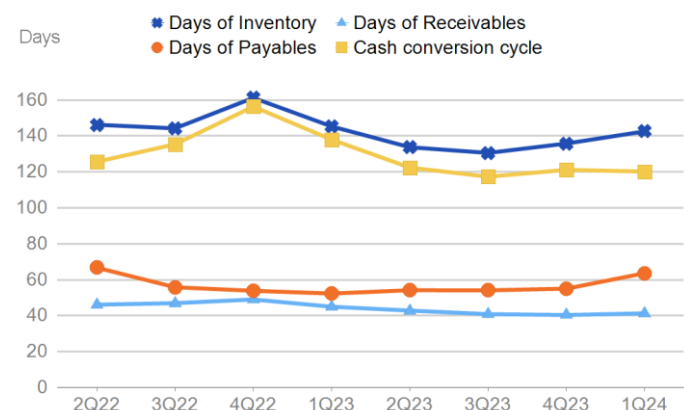
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



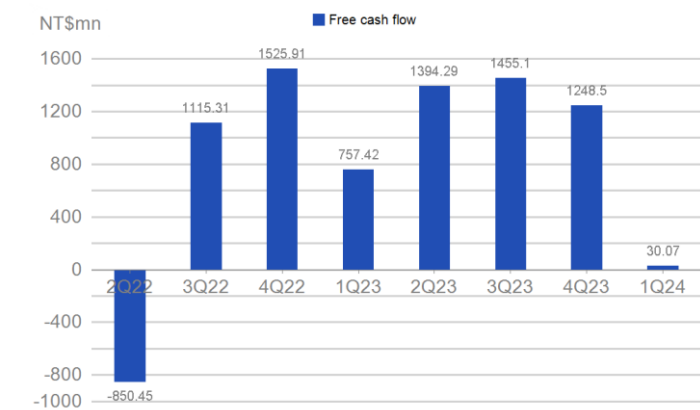
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分**：建大整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名排行於中間位置，但在輪胎行業中的公司中排名略優於同業平均。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：建大的整體曝險屬於中等水準，但仍略優於輪胎行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司職安、溫室氣體以外之排放、公司產品碳排等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：建大在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 的揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。

圖 25：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	19.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	36.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	48.7
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	60

資料來源：Sustainalytics (2024/8/8)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	5,953	7,057	7,537	6,798	6,093
存貨	12,564	12,330	9,678	10,682	11,764
應收帳款及票據	3,962	3,912	3,538	4,246	4,674
其他流動資產	2,941	2,524	3,200	3,700	4,300
流動資產	25,420	25,823	23,954	26,569	26,537
採用權益法之投資	106	134	139	552	552
固定資產	14,732	16,334	15,640	14,120	14,494
無形資產	0	0	0	(20)	(40)
其他非流動資產	6,079	4,308	3,994	3,581	3,581
非流動資產	20,916	20,777	19,772	18,233	18,586
資產總額	46,336	46,600	43,726	44,802	45,123
應付帳款及票據	4,177	2,516	2,360	2,768	3,004
短期借款	3,747	4,590	3,359	3,359	3,359
什項負債	4,018	4,128	4,467	4,467	4,467
流動負債	11,942	11,234	10,186	10,594	10,349
長期借款	13,816	14,019	11,851	11,851	11,851
其他負債及準備	1,840	1,965	2,116	2,116	2,116
長期負債	15,656	15,984	13,967	13,967	13,967
負債總額	27,598	27,218	24,153	24,561	24,316
股本	9,094	9,094	9,549	9,549	9,549
資本公積	0	0	0	0	0
保留盈餘	11,615	11,120	11,118	11,786	12,352
什項權益	(1,971)	(831)	(1,094)	(1,094)	(1,094)
歸屬母公司之權益	18,738	19,382	19,573	20,241	20,808
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	18,738	19,382	19,573	20,241	20,808

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	918	338	881	1,636	1,875
折舊及攤提	1,562	1,843	1,813	1,918	1,824
本期營運資金變動	(4,390)	(447)	3,037	(2,446)	(318)
其他營業資產 及負債變動	768	(416)	(111)	(500)	(600)
營運活動之現金流量	(1,141)	1,318	5,620	607	2,782
資本支出	(660)	(1,298)	(765)	(378)	(2,178)
本期長期投資變動	3	29	4	0	0
其他資產變動	(2,259)	(209)	(828)	0	0
投資活動之現金流量	(2,916)	(1,478)	(1,588)	(378)	(2,178)
股本變動	0	0	455	0	0
本期負債變動	2,693	596	(3,152)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(909)	(909)	(455)	(968)	(1,309)
其他調整數	(86)	137	(403)	0	0
融資活動之現金流量	1,697	(176)	(3,555)	(968)	(1,309)
匯率影響數	(173)	246	4	0	0
本期產生現金流量	(2,533)	(91)	480	(739)	(705)
自由現金流量	(1,801)	19	4,855	229	604

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	34,896	38,618	34,444	35,514	37,858
銷貨成本	(27,746)	(32,947)	(27,771)	(27,524)	(29,260)
營業毛利	7,150	5,670	6,673	7,990	8,598
營業費用	(5,407)	(5,440)	(5,378)	(5,917)	(6,102)
推銷費用	(2,639)	(2,563)	(2,407)	(2,643)	(2,885)
研究費用	(1,451)	(1,490)	(1,489)	(1,595)	(1,608)
管理費用	(1,306)	(1,378)	(1,487)	(1,678)	(1,609)
其他費用	(11)	(8)	6	(1)	0
營業利益	1,741	231	1,295	2,073	2,495
利息收入	121	154	256	239	239
利息費用	(187)	(374)	(558)	(423)	(400)
利息收入淨額	(66)	(219)	(302)	(184)	(161)
投資利益(損失)淨額	0	21	13	28	40
匯兌損益	(240)	481	112	148	0
其他業外收入(支出)淨額	248	198	187	111	126
稅前純益	1,683	711	1,305	2,171	2,501
所得稅費用	(765)	(373)	(424)	(535)	(625)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	918	338	881	1,636	1,875
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,432	2,927	3,676	3,990	4,320
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.01	0.37	0.92	1.71	1.96

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	15.3	10.7	(10.8)	3.1	6.6
營業利益	13.4	(86.8)	461.7	60.1	20.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	13.4	(14.7)	25.6	8.6	8.3
稅後純益	(5.6)	(63.2)	160.5	85.7	14.6
調整後每股盈餘	(5.3)	(63.3)	148.6	85.9	14.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	20.5	14.7	19.4	22.5	22.7
營業利益率	5.0	0.6	3.8	5.8	6.6
稅前息前淨利率	4.3	0.9	2.2	5.8	6.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	9.8	7.6	10.7	11.2	11.4
稅前純益率	4.8	1.8	3.8	6.1	6.6
稅後純益率	2.6	0.9	2.6	4.6	5.0
資產報酬率	2.1	0.7	2.0	3.7	4.2
股東權益報酬率	4.9	1.8	4.5	8.1	9.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	147.3	140.4	123.4	121.3	116.9
淨負債權益比(%)	62.0	59.6	39.2	41.6	43.8
利息保障倍數 (倍)	10.0	2.9	3.3	6.1	7.3
流動比率 (%)	212.9	229.9	235.2	250.8	256.4
速動比率 (%)	102.8	117.6	137.6	142.9	143.8
淨負債 (NT\$百萬元)	11,610	11,552	7,672	8,411	9,116
調整後每股淨值 (NT\$)	20.60	21.31	20.50	21.20	21.79
評價指標 (倍)					
本益比	30.7	83.5	33.7	18.1	15.8
股價自由現金流量比	--	1529.1	6.1	129.1	48.9
股價淨值比	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.6	10.1	8.0	7.4	6.8
股價營收比	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8

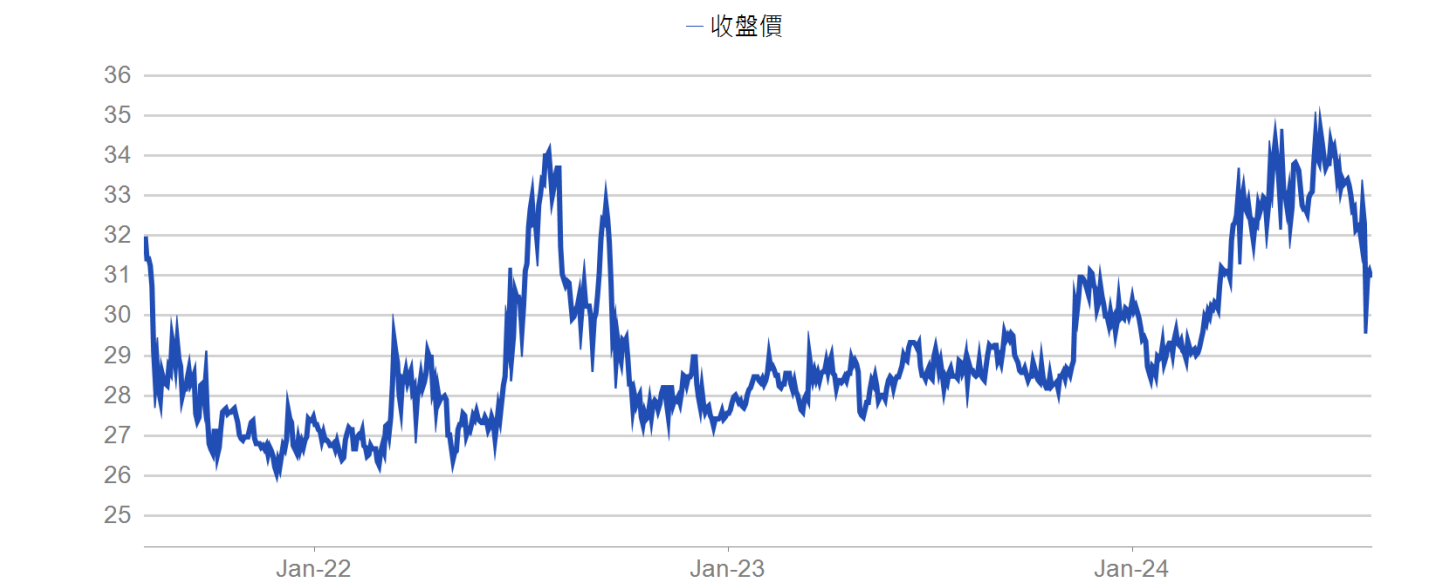
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

建大 (2106 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.