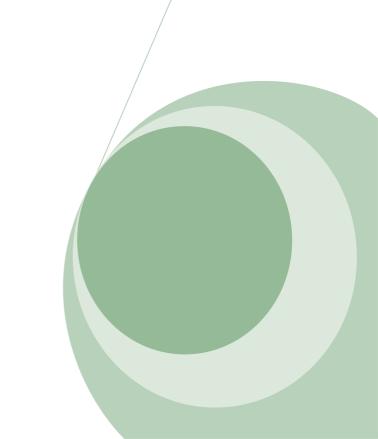


投資月刊

2019.12

總體經濟分析:利多激勵美股改寫歷史新高 債券市場分析:"Patient"一詞將老調重彈 產業分析:健身器材產業迎接旺季來臨





本期目録

總體經濟分析:

利多激勵美股改寫歷史新高	專業襄理-潘維恩	3
經濟下行壓力未見緩解,年底前仍有望加大定向寬鬆政策力道	專業襄理-楊蕎瑜	6
全球最大的鐵路工程企業-中國鐵建(1186.HK)	專業經理-楊智雄	10
券市場分析		
"Patient"一詞將老調重彈	資產管理事業群	14
業分析:		
PCB 市場概況更新	專業副理-王子威	15
CPU 近期再缺,PC 動能放緩,電競明年可望迎來成長	專業副理-徐培珉	19
19H2 LED 市場需求尚未明顯復甦,2020 年 Mini LED 應用將成 LED 產業關注焦點	專業襄理-蔡政諺	22
設備股百家齊放,EUV 設備為重中之重	專業襄理-黃彦霖	27
貿易戰因素提早備貨 19Q4 筆電出貨量將微幅季減	專業襄理−吳東容	30
健身器材產業迎接旺季來臨	專業襄理-蔣佳龍	35
愛滋病用藥介紹	專業襄理−羅志偉	40
中國新車銷售谷底已過唯能見度仍低	專業經理-吳冠徹	42
總統大選影響房市 選前觀望氛圍濃厚 選後觀察房市政策	專業襄理-鄭亦涵	45
預期原油後市平淡震盪至小跌	專業襄理-曾義甯	50
香港動盪下 台資金融機構因應與挑戰	專業襄理-邱岳霖	53
2019 年底前河北省需完成鋼鐵行業 1 億噸產能超低排放改革	研究部	56
附件:金融市場重大行事曆 		

利多激勵美股改寫歷史新高

美中官員正面看待談判進度 但市場仍觀望實質協議内容

專業襄理 潘為恩

◆ 前言

美國總統川普宣布美中雙方達成第一階段共識後,貿易談判消息混亂,曾傳出中國要求農產品採購金額須符合市況、現有關稅擴大減冤須納入談判範圍、以及川普的反覆態度使中國對協議前景感到悲觀;但美中官員持續看好談判進度,中國商務部發言人表示,美中同意隨協議進展,按比例、分階段取消關稅,白宮經濟顧問也認為美中談判已接近終點,接近達成第一階段貿易協議,甚至對不必有「川習會」就能簽署協議的可能性持開放態度,另外美國商務部也正式宣布延長華為禁令寬限期90日;但持續數週的談判利多仍未見實質簽署協議的地點及日期,市場對於美中貿易談判的態度已逐漸轉為謹慎。

正面消息:美中官員持續釋出貿易談判利多,華為禁令寬限期延長

◆ 美中官員持續釋出 談判利多 美中官員持續看好談判進度,中國方面,中國商務部發言人表示,美中同意隨協議進展,按比例、分階段取消關稅,若簽署第一階段協議,協議内容就會明確記載雙方取消的關稅金額。美國方面,白宮經濟顧問認為美中談判已接近終點,接近達成第一階段貿易協議,甚至對不必有「川習會」就能簽署貿易協議的可能性持開放態度;美國商務部長也表示,美中雙方持續談判,雙方極有可能達成協議,只剩下最後一些細節;另外美國商務部也正式宣布延長華為禁令寬限期 90 日,也是第三度對於華為禁令給予寬限。

(表一) 美中第 13 輪談判重點摘要

最新發展	■ 雙方達成第一階段共識,持續討論協議細節
	■ <u>智慧財產權</u> :限制技術轉移,部分協議將包含在第一階段
中方讓步	■ 金融市場: 取消金融機構外資持股上限,限制匯率操縱
中川張少	■ 農產品採購:每年購買 400-500 億美元美國農產品,但隨後傳出中國
	要求採購金額須符合中國國内需求狀況
美方讓步	■ 延遲對 2500 億美元中國商品調升稅率,稅率將維持在 25%
	■ <u>關稅問題</u> :根據中國要求,12 月生效之關稅必須取消,且現有關稅
	也必須減冤
少婦師家	■ <u>匯率操縱</u> :美方表示若第一階段協議順利簽署,將把中國從匯率操縱
後續觀察	國名單移除
	■ <u>結構性議題</u> :雙方並未就中國國企補貼、金融業以外的市場開放達成
	共識

資料來源: The White House、第一金投顧彙總

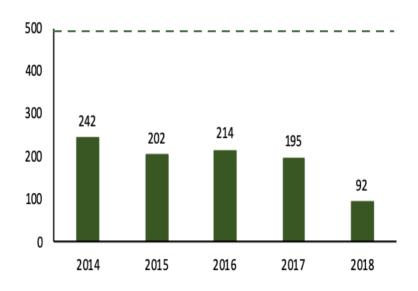
◆ 傳出中國願意採購 之農產品金額可能 不如雙方先前共識

負面消息:川普態度反覆,中國在農產品採購金額上反悔?

雖然中國官員表示美中同意隨協議進展分階段取消加徵關稅,但川普表示雖然中國希望 取消關稅,但美國方面並未同意,且川普認為中方比美方更想達成協議,並排除取消全 部加徵關稅的可能性;川普隨後在一場演說時也表示,如果美中無法達成協議,將大幅 提高對中國商品的關稅。

而根據華爾街日報報導,但是中方在目前雙方討論協議文本時,對年度農產品採購金額上看 500 億美元的數字仍持審慎態度:且過去中國從未自美國購買如此大量的農產品,中方也認為採購金額須根據中國國內狀況彈性調整,例如目前非洲豬瘟影響之下,對飼料用大豆需求降低,沒有必要再自美國大量購買(大豆為美國主要出口農產品),明顯與川普當時宣布的雙方共識有出入,也成為簽署第一階段協議的一大障礙。

(圖一) 過去五年美國農產品出口至中國金額(單位:億美元)

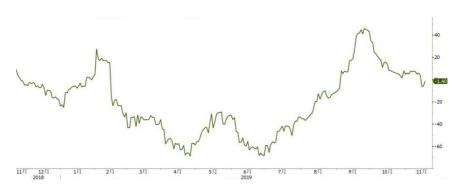


資料來源: Bloomberg、第一金投顧彙總

近期美國經濟數據普遍不如預期,經濟持續降溫

◆ 近期重要美國經 濟數據不如預期 美國近期公布經濟數據不如預期,美國 10 月零售銷售額月增 0.3%,雖然高於市場預期的成長 0.2%,但不含汽車、汽油的零售銷售月增僅 0.1%,低於市場預期的 0.4%;另外美國 10 月工業生產指數月減 0.8%,創 2018 年 5 月來最大跌幅,也不如市場預期的月減 0.5%,10 月產能利用率降至 76.7%,同時創兩年多來新低。重要經濟產出數據皆不如預期,顯示雖然美中貿易戰略有緩和提振市場情緒,但雙方已生效的關稅仍持續對經濟造成影響。衡量經濟數據發佈的實際結果與市場預期差異的花旗美國經濟驚奇指數在 9 月底創下近一年來新高後持續下滑,11 月更已跌至負值,代表近期多數經濟數據不如預期,但股市持續創下新高,顯示股市與經濟狀況脫鉤情形更加嚴重。

(圖二) 近一年花旗美國經濟驚奇指數走勢

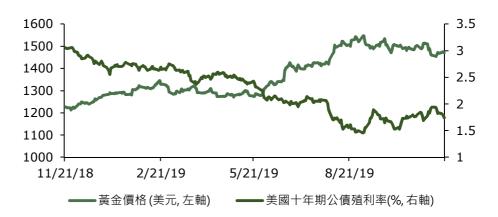


資料來源: Bloomberg、第一金投顧彙總

美國股市持續改寫歷史新高,但市場已開始在避險商品進行佈局

◆ 結論:近期股市漲 多,市場轉趨謹慎 自從川普宣布美中雙方達成第一階段共識後,貿易談判消息混亂,檯面上美中官員持續看好談判進度,甚至對不必有「川習會」就能簽署貿易協議的可能性持開放態度,美國商務部也第三度給予華為禁令寬限;但持續數週的談判利多仍未見實質簽署協議的地點及日期,傳聞雙方對於農產品採購及關稅取消金額的分歧可能屬實,市場對於美中貿易談判的態度已逐漸轉為謹慎,近期股市雖持續創高,但距離 12 月 15 日關稅生效僅剩不到一個月,市場已逐漸在公債及黃金等避險商品佈局,導致公債殖利率開始下滑,黃金價格也止跌回升;而美中雙方針對中國國企補貼、金融業以外的市場開放等結構性議題也尚未達成共識,未來的協商難度更高,因此即便第一階段協議順利簽署,也仍須提防可能的獲利了結賣壓。

(圖三) 近一年黃金及美國十年期公債殖利率走勢



資料來源: Bloomberg、第一金投顧彙總

總體經濟分析

經濟下行壓力未見緩解,年底前仍有望加大定向寬鬆政策力道

專業襄理 楊蕎瑜

整體而言,近期美中貿易談判再度陷入膠著,中國國家統計局公佈 10 月製造業採購經理指數(PMI)為 49.3%,較 9 月回落 0.5%,創 8 個月來新低,顯示中國製造業景氣持續低迷;而中國非製造業商務活動指數(NMI)為 52.8%,則較 9 月回落 0.9%,雖在擴張區間,但商務活動擴張力道放緩。受到美中貿易紛擾、中國經濟持續放緩的影響,内、外需均加速下滑,新出口訂單指數和進口指數為 47.0%和 46.9%,分別較 9 月回落 1.2%和 0.2%,中國國家統計局新聞稿也表示,面對錯綜複雜的國際形勢和中國經濟下行壓力,堅持供給側結構性改革、擴大開放,並加大逆週期調節力度,著力做好穩就業、穩金融、穩外貿、穩外資、穩投資、穩預期工作。

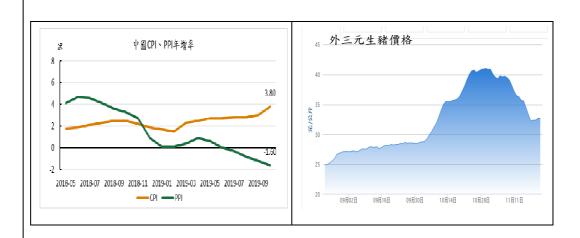
同時,中國國家統計局也提及包括 10 月工業生產年增率 4.7%,增速較 9 月回落 1.1%,因貿易戰持續影響出口交貨值,以及中國北方入冬後環保政策趨嚴,限制部分採礦業生產的影響,增速有所放緩;10 月社會消費品零售總額 3.81 兆元,年增率 7.2%,較 9 月回落 0.6%,因 10 月汽車銷售降幅擴大,拖累零售銷售成長;累計 1-10 月全國固定資產投資(不含農戶) 51.09 兆元,年增率 5.2%,增速較 1-9 月份回落 0.2%等數據顯示,因民間投資意願較為保守,增速呈現平穩下滑,10 月工業生產、消費與投資等經濟數據表現均不如預期,反映內需數據再度回落,而美中能否達成第一階段協議仍存在變數,廠商或將保持觀望,不利外需增長,11 月內需數據仍可能出現疲弱走勢。

雖然經濟成長放緩明顯,但中國 10 月外匯存底數據高於 3.1 兆美元,符合預期,資金流出壓力仍可控,因人民幣重返 7 元附近震盪,對外匯儲備存在正面影響,惟美、中貿易協議文本仍未公布,且中國豬價位居高檔也將抑制人行執行寬鬆貨幣政策的空間,預計中國外匯儲備 11 月呈現小升小降的機會較高。另 11 月至今,中國人行已開展 2 次一年期 MLF 操作,以及 2 次逆回購操作,共計放水人民幣 9000 億元,並下調 MLF 和逆回購利率各 5bps,反映了人行對近期資金面偏緊的擔憂,也釋出明確的寬鬆信號,在 MLF 利率下調引導下,11 月一年期和五年期 LPR 利率也同步下調 5bps,有利於降低實體經濟的融資成本,顯示中國第四季穩增長的壓力仍存在,在經濟成長面臨保 6 壓力下,預計人行將持續透過 MLF 操作等定向寬鬆工具,加大對實體經濟的支撐力道。

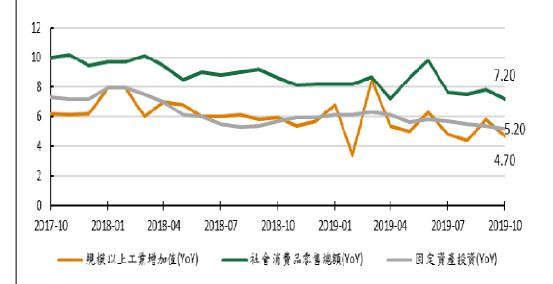
因豬價持續攀升,中國 10 月 CPI 增速上升至 3.8%

◆ 10 月 CPI 創下 2012年2月以來 新高 中國統計局公布,10 月消費者物價指數(CPI)YoY+3.8%,漲幅較9 月擴大0.8%,創下2012年2月以來新高,高於預期的3.4%,其中,豬肉價格上漲101.3%,影響CPI上漲約2.43%,佔CPI年增率漲幅的三分之二,扣除食品和能源價格的核心CPI年增率上漲1.5%,漲幅則與上月相同:10月生產者物價指數(PPI)YoY-1.6%,也較9月下降0.4%,創2016年7月以來新低,低於市場預期的-1.5%。

(圖一、二) CPI 與外三元生豬價格成長率趨勢圖



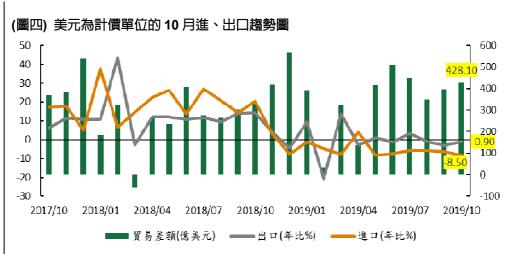
(圖三) 工業生產、社會消費品零售、固定資產投資趨勢圖



資料來源:中國統計局,第一金投顧彙總

10 月社會消費品零售總額 3.81 兆元, YoY+7.2%, 較 9 月回落 0.6%, 不如預期;累計 1-10 月 YoY+8.1%, 較 1-9 月回落 0.1%, 不如預期的 7.9%。10 月工業生產 YoY+4.7%, 較 9 月回落 1.1%, 不如市場預期的 5.4%;累計 1-10 月工業生產 YoY+5.6%,與 1-9 月持平。1-10 月全國固定資產投資(不含農戶)為 51.09 兆元, YoY+5.2%,較 1-9 月回落 0.2%, 不如預期的 5.4%, 其中民間投資 YoY+4.4%,較 1-9 月回落 0.3%。1-10 月房地產開發投資 YoY+10.3%,較 1-9 月回落 0.2%。

根據中國海關數據,以美元計,10 月中國出口增速-0.9%,降幅收窄,較 9 月的-3.2% 上升 2.3%,優於市場預期的-3.9%;10 月中國進口增速-6.4%,連 6 個月負成長,較 9 月的-8.5%上升 2.1%,優於市場預期的-8.9%,10 月中國貿易順差則增加至 428.1 億美元,YoY+29.8%,較 9 月的規模增加 7.97%,優於市場預期的 408 億美元。



資料來源:中國統計局,第一金投顧彙總

中國 10 月外匯儲備有所回升

中國人行資料顯示,中國 10 月外匯儲備 3.1052 兆美元,較 9 月增加 127 億美元, MoM+0.41%,優於預期的 3.1 兆美元。中國人行停止買入黃金,人行的官方儲備資產 表顯示,10 月黃金儲備為 6264 萬盎司,與 9 月持平,終止先前連續 10 個月增持。

(圖五) 中國外匯儲備走勢圖



資料來源:中國人民銀行,第一金投顧彙總

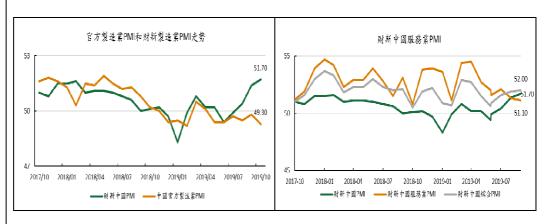
10 月官方與非官方採購經理指數均回落,大中小企業表現低迷

中國統計局公佈 10 月中國製造業採購經理指數(PMI)為 49.3%,較 9 月 PMI 回落 0.5%,仍處於緊縮區間,顯示受全球經濟持續放緩影響,製造業生產和訂貨量均表現 疲弱。另中國 10 月中國非製造業商務活動指數(NMI)為 52.8%,較 9 月回落 0.9%,維持在擴張區間,依行業別來看,服務業商務活動指數降至 51.4%,較 9 月回落 1.6%,顯示服務業成長放緩。綜合 PMI 回落 1.1%,來到 52.0%,雖仍維持在擴張區內,顯現景氣擴張力道大幅走弱,且大型企業 PMI 跌入緊縮區間,中、小企業 PMI 則仍在緊縮區間。另財新網公布 10 月財新中國通用服務業經營活動指數(服務業 PMI)為 51.1,較 9 月回落 0.2%,創 2018 年 11 月以來新低,顯示服務業經營活動有所放緩:10 月財新中國製造業 PMI 上升 0.3%至 51.7%,10 月財新中國綜合 PMI 為 52.0%,較 9 月上升 0.1%,為 5 月以來最高。

◆ 外匯儲備有所回 升,但人行終止 增持黃金

◆ 官方製造業採購 經理人指數仍在 緊縮區間,惟降 幅均收窄

(圖六) 中國 10 月官方與財新 PMI 走勢圖



資料來源:中國統計局,第一金投顧彙總

受益逆週期調節政策、營運明顯回溫

全球最大的鐵路工程企業-中國鐵建(1186.HK)

專業經理 楊智雄

1186 HK

◆ 投資建議

中國自 2019 年以來經濟下行壓力仍持續增強,10 月中國統計局公布第三季經濟成長率僅 6.0%,創 27 年新低: 近期中國統計局公布 10 月各項經濟數據也仍然低落,顯現雖然中國國務院中國國務院已經推出多項刺激經濟政策,今年以來已經核准超過 21 件共 7613 億人民幣的開發案,金額相較去年同期增加一倍,但中國經濟下行仍沒有打底跡象。中國中央更將部分稅務收入劃歸地方,且在幾次降準後,近日人行也調整了 MLF 與逆回購利率預示最新的 LPR 將下調,市場更有中國人行可能開啓新一波降息周期的期待。顯現隨著經濟下行壓力增加,政策上逆週期調整力度也越來越強。尤其,10 月 CPI 已高達 3.8%,居高不下的通膨壓力勢必對貨幣政策產生制肘,市場預期擴大基建應是未來主要刺激經濟政策主軸,近日中國國務院就提出了《交通強國建設綱要》與《西部陸海新通道總體規劃》,預期後續應仍有重要基建計畫可能提出。公司第三季季辦顯示不論營收、獲利仍維持雙位數成長,尤其新接訂單也出現回溫跡象,使得公司在手訂單額相較於 2018 年營收已高達 4 倍,足以支撐未來營運維持成長,極具投資價值。

◆ 公司基本資料

中文名稱	中國鐵建	交易代號	1100.HK
所屬產業	建築與工程	董事長	約 135.8 億股
經營概述	中國鐵建前身為中國	人民解放軍鐵道兵,由	中國鐵道建築總公司
注	於 2007 年獨家設立	;並為中國國務院國有	資產監管委員會旗下
A	的特大型建築企業與	具全球最大的鐵路工程企	·業·公司在成立期間
FREE	不斷透過重組來擴大	大業務範圍,已經成為中	中國乃至全球最具實
中国铁建	力、最具規模的特大	型綜合建設集團之一,	業務涵蓋工程承包、
	勘察設計諮詢、房地	2產、投資服務、裝備製	造、物資物流、金融
	服務以及新興產業。	經營範圍遍及全國各省	1、自治區、直轄市和
	香港、澳門特別行政	區,以及世界 116 個國	家。已經從以施工承
	包為主發展成為具有	科研、規劃、勘察、設	計、施工、監理、維
	護、運營、維護和投	融資完整的行業產業鏈	,具備了為業主提供
	一站式綜合服務的能	巨力。Win.d	

◆ 前三季營運高 於預期

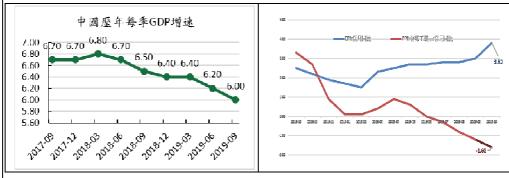
第三季季報顯示營收獲利成長加速,前三季業績表現高於預期

公司 19Q1-Q3 實現營收 5613.57 億元、YoY+14.59%,歸母淨利 146.89 億元,YoY +16.15%。以目前 135.8 億股本計算稅後 EPS 1.08元,高於市場預期。若分季度觀察,19Q1-Q3 營收年比增速各為 YoY +19.32%、YoY +10.44%、YoY +15.22%,歸母淨利年比增速則各為 YoY+13.56%、YoY+17.69%、YoY+16.54%,Q3 營收成長較 Q2 加速,業績保持穩健增長。公司在宏觀經濟下行的情況下營收及淨利仍然維持兩位數成長,年比增速居近年高位,隨著逆週期調節政策力度加大,以及國務院交通強國建設推進,預期公司全年營收有望維持高成長。

第三季 GDP 成長率放緩至 6.0%,再創下 27 年來新低: 10 月 CPI 已拉升高於警戒點上的情境上,市場期待大規模基建計畫推出

◆ 市場仍期待 大規模基建 計畫推出 據中國統計局昨日公布的官方數據,中國今年上半年經濟成長率年增 6.3%,其中第一季 6.4%、第二季 6.2%、第三季更放緩至 6.0%,第三季單季經濟成長率創下 27 年來新低。中國國務院總理李克強在西安主持召開部分省政府主要負責人經濟形勢座談會就表示當前經濟下行壓力加大,實體經濟困難突出,要增強緊迫感和責任感,把穩增長放在更加突出位置。市場預期中國將再推出經濟刺激政。

中國 GDP 成長率與 CPI 走勢圖



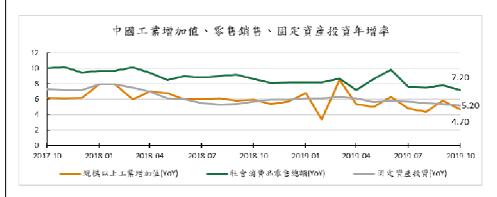
資料來源: Wind、第一金投顧彙整

10月 CPI YoY+3.8%,漲幅較 9月擴大 0.8%,創下 2012年 2月以來新高,高於預期的 3.4%。但 10月 PPI YoY-1.6%,較 9月下降 0.4%,創 2016年 7月以來新低,低於市場預期的-1.5%。CPI 與 PPI 缺口持續拉大,顯現中國或有通縮問題,且越趨嚴重。但中國人行已經表示 CPI 上升不影響貨幣政策。

固定資產投資增速與地產投資仍趨緩

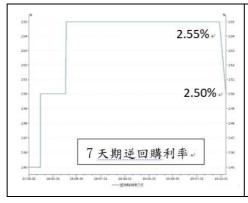
◆ 固定資產投 資與房地產 投資仍趨緩 2019 年 1-10 月全國固定資產投資為 51.09 兆元, YoY+5.2%, 較 1-9 月回落 0.2%, 不如預期的 5.4%, 並創中國公務經濟數據以來最低增速。另房地產投資方面, 1-10 月房地產開發投資 YoY+10.3%, 也較 1-9 月回落 0.2%。

而房地產銷售部分,1-10 月商品房銷售面積 YoY+0.1%,增速今年以來首次由負轉正:1-10 月房地產開發企業土地購置面積 YoY-16.3%,降幅收窄 3.9%。10 月房地產開發景氣指數為 101.14,較 9 月提高 0.06。



人行同步下調逆回購和 MLF 利率 5bps,有望引導 LPR 利率走低

◆ 政策逆周期 調節力度加 大



11 月 18 日中國人民銀行公告,進行人 民幣 1800 億元 7 天期逆回購操作,並將 中標利率由 2.55%下調 5bps 至 2.5%, 是人行自 2015 年第 4 季以來首度下調逆 回購利率。

截至 18 日止,人行已分別在 5 日和 15 日進行 2 次一年期中期借貸便利(MLF)操作, 15 日人行在無資金到期情況下,進行人民幣 2000 億元 MLF 操作,超出市場預期; 而 5 日的 MLF 操作為人民幣 4000 億元,則與到期量持平,符合市場預期,但利率意外下調 5bps 至 3.25%,是 2016 年以來的首次。合計 11 月以來,人行共投放人民幣 7800 億元。

國務院印發《交通強國建設綱要》與《西部陸海新通道總體規劃》

◆ 大型基建計 畫持續推出 《交通強國建設綱要》發展目標:到 2020 年,完成決勝全面建成小康社會交通建設任務和"十三五"現代綜合交通運輸體系發展規劃各項任務,為交通強國建設奠定堅實基礎。從 2021 年到本世紀中葉,分兩個階段推進交通強國建設。到 2035 年,基本建成交通強國。西部陸海新通道總體規劃》發展目標:到 2020 年,鐵海聯運集裝箱運量達到 10 萬標箱,廣西北部灣港、海南洋浦港集裝箱輸送量分別達到500 萬、100 萬標箱。到 2025 年,鐵海聯運集裝箱運量達到50 萬標箱,廣西北部灣港、海南洋浦港集裝箱輸送量分別達到1000 萬、500 萬標箱。

到 2035 年,西部陸海新通道全面建成,為建設現代化經濟體系提供有力支撐。

新簽合約持續增長,公司訂單保障倍數近4倍

◆ 公司未完成 訂單保障未 來維持成長 不學 前三季度集團新簽訂單 11152.34 億元、QoQ+7.07%、YoY+25.07%,公司年度新簽訂單目標為 16600 億元,前三季度目標達成率約 67.18%。而若分季度觀察,Q1、Q2、Q3 增幅分別為 6.3%、28%、40.3%,增幅也明顯持續上升。其中,國內業務新簽訂單 10165.86 億,占新簽訂單總額 91.15%,YoY+24.71%;海外業務新簽合同額 986.47 億元,占新簽合同總額的 8.85%,YoY+28.97%。若以工程類別觀察,前三季度集團工程承包板塊新簽訂單額 9518.9 億元,占新簽合同總額的 85.35%、YoY+30.30%。工程承包新簽合約年增幅較大。非工程承包板塊新簽合同額 1633.4 億元,僅占新簽合約總額的 14.65%、YoY+1.39%。其中:勘察設計諮詢新簽合約額 117.6 億元、YoY-25.83%;工業製造新簽合約額 141.6 億元、YoY-10.90%;物流與物資貿易新簽合同額 666.4 億元、YoY+5.64%;房地產開發業務新簽合同額 609.78 億元、YoY+5.26%。房地產新簽合約增幅平穩;勘察設計諮詢業務處於行業前端目體量較小,出現波動屬於正常現象。截至 2019 年 9 月末,未完訂單額 29446.1 億元,YoY+9.80%,與 2018 年營收相較,公司訂單保障倍數近 4 倍,有利支撐後續業績維持高成長

2019 年獲利持續成長

◆ 調高公司營 獲利預估 目前公司仍滿手訂單,足以支撐公司 2019 年營運維持成長,公司在景氣不佳下營收、獲利仍維持雙位數成長,研究部根據前三季季報調高公司 2019 年營收預估由7958.34 億元上調至8096.78 億元、YoY+10.90%,歸屬母公司股東淨利207.64 億元上調至212.6 億元、YoY+18.54%,以目前135.8 股本計算歸屬於公司股東的EPS由1.53元上調至1.57元。

中國鐵建(1186.HK)綜合損益表

[-	
601186.SH中國鐵建											
單位:Mn,%,人民幣	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4(F)	2018(F)	2019(Q1)	2019(Q2)	2019(Q3)	2019(Q4)	2019(F)
營業收入	680,981.1	131,648.7	177,332.2	180,889.7	240,252.4	730,123.1	157,089.3	195,845.6	208,422.0	248,321.1	809,678.0
銷貨成本(減項)	-618,059.4	-118,603.2	-160,421.5	-161,926.6	-217,760.0	-658,711.3	-141,407.9	-176,956.5	-188,197.9	-224,159.5	-730,721.8
銷貨成本	(618059.4)	(118603.2)	(160421.5)	(161926.6)	(217760.0)	(658711.3)	(141407.9)	(176956.5)	(188197.9)	(224159.5)	(730721.8)
營業毛利	62,921.7	13,045.5	16,910.7	18,963.1	22,492.5	71,411.8	15,681.4	18,889.1	20,224.1	24,161.6	78,956.2
毛利率	9.24%	9.91%	9.54%	10.48%	9.36%	9.78%	9.98%	9.64%	9.70%	9.73%	9.75%
營業費用(減項)	-42,884.8	-8,504.7	-10,888.9	-12,433.9	-16,227.3	-48,054.8	-10,487.2	-11,885.1	-12,848.4	-15,495.2	-50,715.9
營業費用	(42884.8)	(8504.7)	(10888.9)	(12433.9)	(16227.3)	(48054.8)	(10487.2)	(11885.1)	(12848.4)	(15495.2)	(50715.9)
營業費用率	-6.30%	-6.46%	-6.14%	-6.87%	-6.75%	-6.58%	-6.68%	-6.07%	-6.16%	-6.24%	-6.26%
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
營業利益	20,909.8	4,567.6	6,553.5	6,217.4	7,983.4	25321.8	5,493.3	7,297.0	7,451.0	8,666.4	28907.6
營業利益率	3.07%	3.47%	3.70%	3.44%	3.32%	3.47%	3.50%	3.73%	3.57%	3.49%	3.57%
營業外收入及支出	346.0	106.6	155.9	109.8	(588.7)	(216.5)	103.0	16.6	57.3	(79.0)	97.9
稅前純益	21,255.8	4,674.1	6,709.3	6,327.2	7,394.7	25105.3	5,596.3	7,313.6	7,508.3	8,587.4	29005.6
所得稅費用	(4336.6)	(1056.2)	(1433.3)	(1066.8)	(1710.5)	(5266.9)	(1229.3)	(1364.1)	(1441.2)	(1631.6)	(5666.2)
稅率	-20.4%	-22.6%	-21.4%	-16.9%	-23.1%	-21.0%	-22.0%	-18.7%	-19.2%	-19.0%	-19.5%
少數股權(減項)	862.0	196.2	689.0	622.9	395.1	1903.1	481.4	550.9	662.7	384.0	2079.0
淨利	15.681.8	3.421.7	4.587.0	4.637.4	5.289.2	17.935.3	3.885.6	5.398.6	5.404.4	6.571.8	21.260.4
最新普通股股本	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5
還原最新股本的EPS	1.15	0.25	0.34	0.34	0.39	1.32	0.29	0.40	0.40	0.48	1.57
QoQ(%)											
營收		-40.3%	34.7%	2.0%	32.8%		-34.6%	24.7%	6.4%	19.1%	
營業利益		-40.2%	43.5%	-5.1%	28.4%		-31.2%	32.8%	2.1%	16.3%	
淨利		-38.1%	34.1%	1.1%	14.1%		-26.5%	38.9%	0.1%	21.6%	
YoY(%)											
營收	8.21%	6.97%	6.89%	5.52%	8.91%	7.22%	19.32%	10.44%	15.22%	3.36%	10.90%
營業利益	15.32%	22.45%	39.15%	28.75%	4.48%	21.10%	20.27%	11.35%	19.84%	8.56%	14.16%
淨利	19.50%	18.86%	25.87%	15.77%	-4.33%	14.37%	13.56%	17.69%	16.54%	24.25%	18.54%

資料來源:Wind、公司財報、第一金投顧彙整

"Patient"一詞將老調重彈

債券部 專業襄理 劉宗叡

◆ 國際債市分析

聯準會暫停降息,美債進入區間盤整

聯準會主席表示經過三次降息之後,基準利率已達到適當水平,足以支撐經濟成長,近期官員們對降息的表態也稍微緩和,對降息預期的調整暫告一段落,而在九月時美債殖利率一度跌到最低 1.46%,見底後出現快速的反彈,美中貿易談判陷入困局,衰退風險加大,PMI 跌破 50 榮枯線,非農新增就業人數不及預期,加上英國脫歐問題無解,歐洲央行宣布重啓 QE,種種的利空加起來推動美債殖利率來到今年低點。隨後在 ECB 建議德國採取擴張財政救經濟,德債出現一波抛售,推動美債殖利率快速反彈,但美中貿易談判仍陷困局,殖利率又快速跌到 1.6%附近,直到談判露出曙光,宣稱將達成第一階段協議,美國暫時不提高關稅,經濟數據跌勢暫歇,市場氣氛轉趨樂觀,殖利率緩緩回升,但談了兩個禮拜的一階段協議,卻遇上香港民主抗爭事件越演越烈,美方要求中國和平解決的態度轉趨強硬,市場擔憂談判會受阻,殖利率又往下跌落,市場近期就在兩個大國之間的相互對壘之間上上下下。

美債殖利率走勢已經進入區間盤整,因聯準會的態度已經表明,預防性降息在連續三碼之後已經安適,後續將回歸觀察經濟數據表現,耐心一詞將回歸會議紀錄,預估全球第四季的經濟數據將停止下滑,但仍然疲弱,但是在補庫存的需求支撐之下,第一季的成長可能優於第四季,經濟數據可望出現反彈,但前提是美國沒有再對中國加徵關稅,倘若第一階段協議能在12月15日美國原定加徵15%關稅之前有結果,那市場必然對後市樂觀解讀,則美債十年期殖利率將往2%整數關卡即關,長線買點將浮現。但若中國不認輸且反過頭刺激美國,導致川普加徵關稅,此將對金融市場造成衝擊,股市下跌,有利債市,殖利率則再度往今年低點探去。

台債市場當前的平靜無波會是暴風雨前的寧靜?

◆ 台灣債市分析

主計處上調台灣的經濟成長率,今年多虧了美中貿易戰的轉單支撐台灣經濟,加上韓國、香港的經濟表現不佳,與台灣死亡交叉,讓台灣經濟成長率重回亞洲四小龍之首。經濟部統計台商回台投資專案將突破7000億,且有兩干億將在今年落實,展望明年在投資大幅成長的帶動下,台灣GDP成長率有可能站上3%,這將是台灣經濟結構出現的重大轉折。台債殖利率在今年受到全球景氣逆風以及降息風的吹撫之下,殖利率往歷史低點走去,30年公債殖利率只剩1%,但預料在明年的景氣回春之下,台債殖利率有望走出低谷,經濟的成長有機會推動殖利率反彈,目前預測在年底前,台債殖利率仍持續維持在相對低點,且市場會相當冷清,但明年的重新開局就給市場帶來的短線波動的變數,操作上戒慎恐懼,如履薄冰,但最重要的仍是觀察美中兩大國角力的態勢。

PCB 產業分析

PCB 市場概況更新

專業經理 王子威

PCB 之市場概況

◆ 前言

受到終端消費性電子需求疲弱影響。終端產品以手機、車用及網通相關產品為主要動能。惟景氣仍疲軟,各廠持續以轉型及控制成本來改善獲利,研調機構預估 2018~2023 年 PCB 市場平均年成長將逐漸趨緩。近年由於智慧型手機出貨量持續成長,加上美日中韓等大廠陸續採用類載板使得手機帶動市場用量增加。但行動裝置以外的市場,例如相機、筆電等市場將逐漸萎縮。成長率最高的穿戴式裝置由於規模與手機市場差異太大,且智慧型手表等穿戴產品基板太小,預估將難以帶動市場需求力道強升,預期未來成長動能將來自於5G 相關產品如汽車電子、伺服器、物聯網等新興需求上。

全球 PCB 成長展望

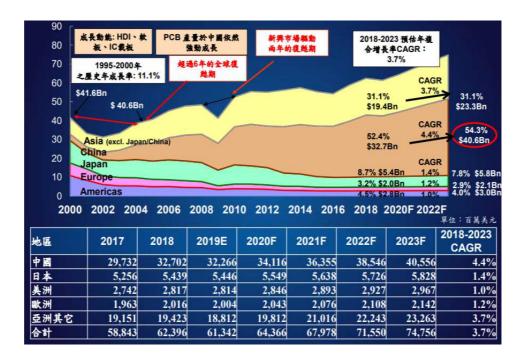


資料來源: Prismark、、第一金投顧彙整

全球 PCB 產能以中國為首 中美貿易影響下增速恐趨緩

由於中國可享有較為低廉的生產成本,加上組裝廠大多也位於中國方便就近服務,使得中國成為近年 PCB 產能擴充最快速的國家。相較於 10 年時全球前三十大 PCB 廠商佔了全球 47%之產值,到了 2017 年前三十大廠商產值已經提升至全球的 61%,可見 PCB 產業也是持續維持大者恆大之態勢。不過僅次於中國地區,在東南亞地區成長性僅次於中國,加上近期中美貿易戰加速組裝廠離開中國的情況下,中國以外的產地也將有誘因引導廠商加入投產,使得未來全球產能增速最快的地區仍將為中國以及東南亞地區。

全球 PCB 產能分布



資料來源: Prismark、臻鼎-KY、第一金投顧彙整

全球 PCB 廠商排名(單位:百萬美元)

排名 中文公司名稱	公司名稱	地區	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
1 株点	ZDT	台灣	3,911	3,590	2,554	2,701	2,506	2,172	1,872	1,507
2 族唐/蒙胸	Nippon Mektron	日本	2,856	3,323	3,212	3,591	3,154	2,556	2,632	2,240
3 迅速	TTM	美譜	2,847	2,658	2,533	2,525	2,376	2,380	2,430	1,428
4	UMTC	台灣	2,620	2,240	2,036	2,113	2,144	2,133	2,377	2,370
5 健康	Tripod	台灣	1,727	1,510	1,351	1,368	1,400	1,372	1,325	1,395
6 華連	Compeq	台灣	1,681	1,778	1,415	1,395	1,116	1,041	905	811
7 三星电极	SEMCO	韓國	1,346	1,284	1,140	1,344	1,551	1,700	1,867	1,445
8 維信(東山積密)	M-Flex	大陸	1,308	967	495	637	632	710	870	830
9 臭特新	AT&S	臭地利	1,202	1,093	876	844	829	780	698	690
10 始字禅雄(今Elna)	PSAPCB	台灣	1,186	1,094	983	825	958	972	1,100	1,290
11 基金	Fujikura	日本	1,155	1,099	824	819	563	380	217	740
12 漢南電路	Shennan Circuit	大陸	1,145	842	693	566	528	425	369	327
13 排登電	Ibiden	B *	1,083	973	951	1,297	1,455	1,567	2,094	2,126
14 名章	Meiko	B≱	1,074	947	869	788	828	690	695	740
15 建士電子	WUS Group	台灣	999	847	723	737	750	664	645	630
16 南亞電路板	Nan Ya PCB	台灣	955	876	905	944	1,154	1,088	975	1,290
17 住友電工	Sumitomo	B.≰	945	1,134	1,099	1,616	1,279	1,315	1,184	880
18 信奉	Simmtech	韓國	917	832	772	663	632	485	559	554
19 大株集團	Daeduck	韓國	900	882	828	923	1,215	1,190	1,080	970
20 台廊	FLEXium	台灣	884	853	595	570	430	458	376	25
21 中央銘板	CMK	8.	818	758	676	609	687	627	845	845
22 景項	Kinsus	台灣	787	735	720	726	824	778	746	78
23 樂金伊諾特	LG Innotek	神器	778	740	689	782	802	712	666	62
24 志趣	TPT	台灣	765	741	681	713	790	702	748	54
25 景旺	Kinwong	大陸	762	621	495	566	358	286	221	204
26 BH	BH Co Ltd	韓國	693	603	322	321	280	345	204	131
27 全体化	Gold Circuit	台灣	683	630	605	611	664	598	510	57:
28 株式	Chin Poon	台灣	672	774	743	712	701	651	593	540
29 埋幕	Unitech	台灣	647	598	393	434	458	446	402	502
30 新光電器	Shinko	日本	620	562	578	601	578	846	867	904
Top	30-total	HARMYT.	37,963	35,584	30,756	32,341	31,642	30,069	30,072	28,178

資料來源: Prismark、第一金投顧彙整

個股介紹:臻鼎-KY(4958)—全球第一大 PCB 廠商

臻鼎成立於 2006 年 6 月,其前身為鴻勝科技,於 2011 年 7 月變更為現名,公司為鴻海集團旗下 PCB 廠,鴻海持股比重約 43%,為全球第二大之 PCB 廠。臻鼎主要從事設計、開發、製造及銷售各種印刷電路板,產品項目包括各種規格硬質印刷電路板(R-PCB)、軟性印刷電路板(FPC)、高密度連接板(HDI)。產品營收來看軟板為最主要之產品。

臻鼎-KY 近年營運概況



資料來源:臻鼎-KY、第一金投顧彙整

臻鼎 19Q3 營收 356.02 億元,YoY 0.72%,QoQ 54.25%,毛利率 23.47%,QoQ 3.43ppt,稅後淨利 47.90 億元,YoY -9.37%,QoQ 179.78%,EPS 3.77 元。營收增加主要來自於美系大廠在類載板之份額提高,加上美系手機銷售旺季帶動毛利部分,由於新產能開出但產能利用率較差(營收 YoY 持平),使得毛利較去年同期為低。第四季來看營收將持續成長,稼動率提升下毛利也將較第三季提升。19 年全年來看軟板僅維持持平水準(軟板是 YoY -8%),但預計全年營收仍可維持正成長。2020 年來看,公司在軟硬結合版、HDI、光電背光模組、IC 載板等都持續投入,秦皇島的類載板關燈工廠也將於年初開始貢獻。2020年預計資本資初將創下資本支出將創歷史新高紀錄(近四年資本資初分別為 95、95、126、120 億元)。公司預估營收也將在美系客戶手機升級帶動下,將會有兩位數以上成長。研究部估計臻鼎在 2020年 EPS 12.01元。考量公司展望正向,且公司在軟板市場獲得成功後進一步跨足硬板市場未來將多元化發展,有望擴大領先地位,研究部給予 14 倍本益比,目標價 168元,給予買進的投資建議。

4958 臻鼎-KY										
單位:Mn,%,元	201901	201902	201903	201904	2019	202001	202002	202003	202004	2020
營業收入淨額	19,413.19	23,080.23	35,601.55	43,497.00	121,591.97	24,676.00	25,126.67	40,157.64	47,845.22	137,805.53
毛利率	15.97%	20.04%	23.47%	23.58%	21.66%	17.41%	18.15%	24.62%	24.73%	22.19%
營業利益率	5.74%	6.30%	14.78%	15.53%	11.98%	7.80%	6.83%	15.18%	16.01%	12.62%
營業外收入及支出	-148.95	667.42	612.52	340.00	1,470.99	340.00	340.00	340.00	340.00	1,360.00
稅前純益	965.58	2,120.34	5,873.80	7,096.86	16,056.59	2,265.52	2,055.42	6,437.05	7,997.86	18,755.85
母公司業主 - 稅後純益	632.90	1,784.97	4,789.90	5,464.58	12,672.35	1,308.34	1,187.00	3,717.40	4,618.77	10,831.50
普通股股本	8,055.50	9,022.30	9,022.30	9,022.30	8,055.50	9,022.30	9,022.30	9,022.30	9,022.30	9,022.30
未稀釋EPS	0.47	1.35	3.77	4.54	10.14	1.45	1.32	4.12	5.12	12.01
稀釋後EPS	0.47	1.35	<u>3.77</u>	4.54	10.14	1.45	1.32	4.12	5.12	12.01
QoQ(%)										
營收	-50.40%	18.89%	54.25%	22.18%		-43.27%	1.83%	59.82%	19.14%	
營業利益	-83.29%	30.36%	262.12%	28.43%		-71.50%	-10.91%	255.43%	25.60%	
歸屬於母公司 - 稅後純益	-89.27%	218.37%	179.78%	20.35%		-68.08%	-9.27%	213.17%	24.25%	
YoY(%)										
營收	-14.54%	11.46%	0.72%	11.13%	3.12%	27.11%	8.87%	12.80%	10.00%	13.33%
營業利益	-12.75%	24.42%	-8.18%	1.29%	-1.88%	72.77%	18.07%	15.89%	13.33%	19.42%
歸屬於母公司 - 稅後純益	1.03%	62.39%	-9.37%	15.05%	7.76%	242.20%	-2.48%	9.16%	12.70%	18.98%

PC 產業分析

CPU 近期再缺,PC 動能放緩,電競明年可望迎來成長

專業副理 徐培珉

◆ 前言

研究部觀察,近期 CPU 又有缺貨議題,加上貿易戰持續,PC 全年成長平緩,電競是未來成長動能,電競週邊成長尤其快速,伺服器下半年亦有回溫許多,明年伺服器將受惠新平台問世,亦有良好成長,整體而言,伺服器今年需求平淡,上半年衰退,下半年有回溫,今年處於調整年,期待明年新平台帶來的契機。散熱產業個股今年因手機、通訊、伺服器產業應用變多,為中長線趨勢產業。

PC 監視器出貨量 4Q19 將因前季提前出貨而轉負成長

根據 DIGITIMES 資料,2019 年第 3 季台廠 PC 監視器出貨量持續年增長,且幅度達5.8%,優於上季預期(原估增幅減弱),為 2,373 萬台。部分受中美貿易戰影響,經營美國市場的品牌業者唯恐 8~9 月或 12 月被課徵關稅,而提前拉貨。展望第 4 季,由於部分貨品已於前季預出,台廠 PC 監視器出貨量將中止年成長,並較前季減少超過 1 成。總結 2019 年台廠 PC 監視器出貨將略超過 8,700 萬台,成長 2.5%,優於全球平均水準(成長 1.1%)。

(圖一) PC 監視器出貨量 4Q19 將因前季提前出貨而轉負成長

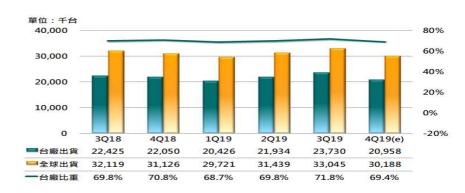


資料來源: DIGITIMES Research,第一金投顧彙總

3Q19 台廠佔全球出貨比重續升,4Q19 將回降

根據 DIGITIMES 資料,2019年第3季台廠佔全球 PC 監視器出貨量比重回升至7成。主因樂金中低階機種銷售與出貨量受其他品牌擠壓而明顯減少,這些品牌包括戴爾 (Dell)、惠普、冠捷自有品牌 AOC 與飛利浦(Philips),皆主由台廠生產。另一原因是台廠 因應關稅被課徵而提前出貨輸美產品,反觀主要自製的三星(Samsung)和樂金輸美比重相對較低。預料第4季台廠佔有率將回降。主因已提前於前季拉貨,導致出貨量將明顯減少,預估季減11.7%。

(圖二) 3Q19 台廠佔全球出貨比重續升,4Q19 將回降



資料來源: DIGITIMES Research,第一金投顧彙總

商務市場表現優及貿易戰提前備貨,前五大品牌合計年增8%

根據 DIGITIMES 資料,惠普(HP)因處於組織改造與裁員的陣痛期,10 月出貨較 9 月衰退 16%;聯想因大陸内需市場不振,出貨月衰退超過 2 成,戴爾(Dell)則因北美商務市場表現強勁,為五大 NB 品牌中唯一出貨月成長的業者,擠下聯想,成第二大品牌。10 月 Top 5 NB 品牌整體出貨年增 8% 超微補足英特爾去年入門機款 CPU 缺口。10 月業者提前備貨力道已有所放緩,然消費市場仍處旺季,加上戴爾等美系業者在商務市場表現相對強勁,10 月五大 NB 品牌整體出貨較前月僅衰退 13%,較往年動輒衰退 15%以上為佳,出貨量達 1,098 萬台。與 2018 年同期相較,五大 NB 品牌合計成長 8%,為連續第4個月年成長。英特爾處理器缺口較去年雖無顯著改善,但消費旺季大量出貨的入門品牌機種,己大量改採無供應問題的超微處理器,加上商務市場需求優於去年同期,及部分11 月需求提早生產,都是 10 月出貨較去年明顯增長的原因。11 月仍為歐美零售市場旺季,但需求再增加力道有限,加上 7 月起因應貿易戰的提前備貨已帶來較高庫存水準,預期 11 月五大 NB 品牌合計出貨僅能較 10 月持平到小幅度增長。

(圖三) NB 前五大品牌合計出貨年增8%



資料來源: DIGITIMES Research,第一金投顧彙總



投資結論與建議

研究部觀察,近期 CPU 又有缺貨議題,加上貿易戰持續,PC 全年成長平緩,電競是未來成長動能,電競週邊成長尤其快速,伺服器下半年亦有回溫許多,明年伺服器將受惠新平台問世,亦有良好成長,整體而言,伺服器今年需求平淡,上半年衰退,下半年有回溫,今年處於調整年,期待明年新平台帶來的契機。散熱產業個股今年因手機、通訊、伺服器產業應用變多,為中長線趨勢產業。

LED 產業分析

19H2 LED 市場需求尚未明顯復甦, 2020 年 Mini LED 應用將成 LED 產業關注焦點

專業襄理 蔡政諺

◆ 全球經濟景氣下 滑,19H2 晶片及 封裝市場需求仍 低迷

上游晶片產能持續增加,貿易戰爭影響,終端客戶需求未明顯復甦,主流 晶片市場價格預計仍會下跌

根據研調機構預估,2018年上游 LED 晶片產值達 64億美元,YoY+5%,受益 Mini LED 新應用逐步放量,預估 2020年上游 LED 晶片產值達 71億美元。其中終端應用以照明應用為主約佔 48%,而未來主要成長動能將來自小間距顯示屏及車用領域,根據 LEDinside 預估,2018年至 2022年,汽車和顯示應用產值 CAGR 將分別為 13-15%和 8-11%。LED 上游晶片產能方面,2018年全球 2 寸晶片產能 1440萬片/月,YoY+24%。據 LEDinside 統計,隨著 2019年中國新機台產能開出,預估 2019年晶片產能仍持續增加,預計 2019年全球 2 寸晶片產能 1620萬片/月。上游晶片價格方面,19H1 廠商庫存處於較高水位,在市場供過於求下,加上中美貿易戰爭影響,終端客戶需求疲弱,主流晶片市場價格預計仍會下跌。

(圖一) 2018 年全球上游 LED 晶片市佔率分布



資料來源:拓樸、第一金投顧彙總

(圖二)上游_10*30 mil LED 芯片價格走勢圖



資料來源:第一金投顧彙總

(圖三)上游 LED 晶片產能供給圖



資料來源:第一金投顧彙總

中國補貼政策與終端需求尚未明顯復甦,供需失衡下,導致照明價格持續下探

2018 年 LED 封裝產值為 184 億美元,YoY+3%,廠商的營收及獲利普遍呈現持平甚至衰退,雖然降幅沒有晶片廠商那麼大,但是企業的利潤空間同樣持續被壓縮,主因(1)中美貿易戰影響市場終端產品需求:(2)中國政府補貼政策的擴產風潮,整體產業供過於求造成下游封裝照明跌價壓力,拖累廠商營收表現。2019 年終端需求尚未明顯復甦,全球一般照明封裝價格仍呈現下滑,17H1~19H1 照明產品價格下跌約 15%~20%。

(圖四)2014-2019 全球 LED 封裝產值



資料來源: LEDinside、第一金投顧彙總

(圖五)全球 LED 中下游燈泡平均零售價



資料來源: TrendForce、第一金投顧彙總

◆ Mini LED 背光產 品預估在 2019 年~2023 年進入 高速發展

Mini LED 背光產品價格仍高,2020 年商業化

Mini LED 指 LED 晶片尺寸介於 50-200 微米, 畫素間距<1mm, 採直下式 LED 背光源(非自發光), 終端應用包含 RGB 顯示屏、背光源產品(NB、手機、TV、車用產品)等。相較 OLED, Mini LED 具有壽命長、高對比、廣色域、高解析度且不像 OLED 有烙印問題。 搭配軟性基板可達高曲面背光形式,採局部調光(Local Dimming),可讓面板具更精 的 HDR 分區,使黑白對比度更深邃。

現階段而言,Mini LED 背光產品發展挑戰在於成本考量。其中包含 LED 芯片及驅動 IC 數量增加下的良率與均匀性問題。根據 TrendForce 指出,許多面板廠商正積極在玻璃背板上開發主動式的驅動方案,希望降低 LED 驅動 IC 以及 PCB 背板成本:設備廠商也在開發新型的巨量轉移方式來降低 Mini LED 的打件成本。根據研調機構顯示,預估 Mini LED 在 2019 年~2022 年進入高速發展,由於 Mini LED 晶片尺寸較傳統 LED 背光小,導入對於 LED 晶片的消耗量將呈倍數增長,有利晶片產能去化。預估至 2023 年中、大尺寸顯示屏佔比將達 38%。

(圖六)Micro LED&Mini LED 產值預估



資料來源: TrendForce、第一金投顧彙總

(圖七)各顯示技術比較

顯示技術	傳統LCD	OLED	Mini LED	Micro LED
晶粒尺寸	200um以上	N/A	50~200um	50um以下
封裝技術	SMD	N/A	SMD/COB	巨量轉移
光源	背光	自發光	背光	自發光
對比率	5,000:1	>10,000:1	>10,000:1	>1,000,000:1
壽命	中等	中等	長	長
反應時間	毫秒 (ms)	微秒 (us)	奈秒 (ns)	奈秒 (ns)
成本	低	ф	中(OLED面板的60-80%)	高
功耗	高	ф	低	低
可視角度	低	ф	高	高
PPI	最高250PPI	最高300PPI	300~1500PPI	1500PPI以上
色域(NTSC)	45%~95%	95~120%	80%~110%	120~140%
使用數量	百顆以下	N/A	直下式背光需數百至萬顆	數百萬顆

資料來源: TrendForce、第一金投顧彙總

LED 族群公司 10 月營收表現符合預期,MoM-0.2%,YoY-15%

LED 產業整體十月營收 86 億元,MoM-1%、YoY-10%,Q4 受中美貿易戰爭影響及陸廠照明殺價競爭嚴峻加上背光終端客戶需求回溫不明朗,使得整體 LED 產業 Q4 營運放緩。 展望 2020 年,我們認為 LED 廠長線趨勢將朝 Mini LED、VCSEL 及利基型產品包含感測元件、車用照明、IR LED、 UV LED 發展。

(表一)LED 族群 10 月營收檢視(以營收 YoY 排列)

					單。	月合併營收				累計合併	營收	
公司代碼	→1 公司名稱	子產業別	☞ 研究員 ☞	201909 -	201910 -	MoM 💌	201810 🔻	YoY 🕶	201909 -	YoY 🕶	201910 -	YoY 🕶
3031	佰鴻	LED	蔡政諺	154.43	135.02	-12.57%	104.84	28.78%	1,324.15	5.29%	1,459.17	7.09%
6288	聯嘉	LED	蔡政諺	391.52	434.05	10.86%	345.99	25.45%	3,154.69	25.03%	3,588.74	25.08%
3383	新世紀	LED	禁政諺	70.47	71.85	1.96%	60.28	19.20%	531.82	-28.37%	603.68	-24.80%
3437	榮創	LED	禁政諺	340.80	427.74	25.51%	370.62	15.41%	2,814.22	-23.16%	3,241.96	-19.62%
3516	亞帝歐	LED	禁政諺	60.45	49.71	-17.77%	44.71	11.19%	487.20	0.57%	536.91	1.46%
3609	東林	LED	禁政諺	41.14	44.93	9.21%	41.17	9.12%	437.24	-6.92%	481.66	-5.73%
6289	華上	LED	禁政諺	11.31	11.90	5.22%	11.02	7.90%	89.50	-40.47%	101.40	-37.17%
2486	一詮	LED	禁政諺	306.41	308.69	0.75%	293.57	5.15%	2,716.44	-13.24%	3,025.13	-11.66%
3066	李洲	LED	蔡政諺	41.66	28.59	-31.37%	27.77	2.97%	317.52	0.16%	346.11	0.39%
2340	光磊	LED	蔡政諺	500.76	434.98	-13.14%	424.04	2.58%	4,126.86	0.56%	4,561.84	0.75%
4972	湯石照明	LED	蔡政諺	90.33	75.54	-16.37%	74.65	1.19%	804.45	1.32%	879.99	1.31%
6271	同欣電	LED	禁政諺	654.36	701.10	7.14%	707.32	-0.88%	5,344.64	-2.76%	6,045.74	-2.55%
4956	光鋐	LED	禁政諺	96.55	102.12	5.76%	104.55	-2.33%	881.63	-1.14%	983.75	-1.27%
6261	久元	LED	禁政諺	276.32	314.39	13.78%	333.85	-5.83%	2,291.96	-10.90%	2,606.35	-10.32%
6222	上揚	LED	禁政諺	48.75	34.40	-29.43%	37.33	-7.85%	421.04	55.69%	455.44	47.98%
5230	雷笛克光學	LED	蔡政諺	88.10	97.04	10.14%	105.66	-8.16%	760.26	-17.32%	857.30	-16.38%
6226	光鼎	LED	蔡政諺	156.74	68.34	-56.40%	75.29	-9.24%	824.14	-22.40%	892.47	-21.53%
2426	鼎元	LED	蔡政諺	186.23	197.91	6.27%	219.72	-9.93%	1,905.08	-21.52%	2,102.98	-20.56%
8111	立碁	LED	禁政諺	64.29	68.38	6.35%	76.56	-10.69%	576.06	-17.38%	644.44	-16.72%
2393	億光	LED	禁政諺	1,729.66	1,767.43	2.18%	2,046.59	-13.64%	15,502.80	-16.05%	17,270.23	-15.81%
8121	越峰	LED	蔡政諺	186.79	173.63	-7.04%	208.19	-16.60%	1,588.77	-12.46%	1,762.40	-12.89%
5383	金利	LED	蔡政諺	84.42	86.52	2.49%	105.42	-17.93%	715.37	-32.36%	801.89	-31.05%
3591	艾笛森	LED	蔡政諺	169.76	155.67	-8.30%	191.17	-18.57%	1,778.70	-14.24%	1,934.37	-14.61%
2448	晶電	LED	蔡政諺	1,344.68	1,367.17	1.67%	1,689.32	-19.07%	11,953.35	-25.71%	13,320.52	-25.08%
3698	隆達	LED	禁政諺	822.83	710.19	-13.69%	880.04	-19.30%	6,973.38	-19.26%	7,683.57	-19.26%
2499	東貝	LED	禁政諺	325.22	320.35	-1.50%	401.35	-20.18%	3,336.85	-16.19%	3,657.20	-16.55%
3339	泰谷	LED	禁政諺	43.07	46.32	7.55%	58.85	-21.29%	427.48	-21.17%	473.80	-21.19%
6168	宏齊	LED	蔡政諺	175.45	182.78	4.18%	254.22	-28.10%	1,617.25	-28.72%	1,800.03	-28.66%
6164	華興	LED	禁政諺	67.53	57.12	-15.41%	83.94	-31.95%	703.00	-18.52%	760.12	-19.71%
5281	大峽谷-KY	LED	禁政諺	102.38	74.50	-27.23%	111.40	-33.13%	939.33	-31.23%	1,012.86	-31.39%
3490	單井	LED	禁政諺	18.15	20.51	13.02%	34.80	-41.07%	253.16	-30.43%	273.47	-31.38%
4944	兆遠	LED	禁政諺	49.54	43.35	-12.50%	115.99	-62.63%	509.60	-50.66%	552.95	-51.87%

資料來源:第一金投顧彙總

投資建議-晶電(2448.TT)

◆ 推 薦 晶 電 (2448.TT)-TP 35 元

晶電 19H2 歐美客戶照明及背光需求緩步復甦,惟上游晶片價格持續下滑,產業市況未見反轉,新產品 Mini LED 出貨佔比仍低,預估晶電 2019 年稅後 EPS-2.94 元。展望 2020 年,多數 Mini LED 背光新產品(中小尺寸、TV)將在 20H2 放量,有望佔 20~30%藍光產能,有效提升產能去化,其中,蘋果將於 20H2 與 21H1 分別推出之 iPad、Macbook 將採用 Mini LED 顯屏,晶電為供應商之一,由於所採用的 Mini LED Wafer 享有較高單價,有利獲利改善,研究部預估 2020 年稅後 EPS -0.88 元,2021 年稅後 EPS 0.56 元。根據 21Q4 淨值 42.53 元與參考過往本淨比區間約為 0.4-1.1 倍,目前 LED 產業市況未見好轉,預估營運谷底落在 20Q1,20H2 有望谷底反彈。過往 17Q2 營運由虧轉盈,股價自谷底 21 元至最高 67.3 元,我們認為自 20H2 Mini LED 新產品放量下,以 Rolling 獲利角度,2021 年全年將由虧轉盈,因此給予中性本淨比 0.8 倍,目標價 35 元,投資建議為區間操作。



2448 晶電綜合損益表												
單位:Mn,%,元	2018	201901	201902	201903	201904E	2019E	202001E	202002E	202003E	202004E	2020E	2021E
營業收入淨額	20,306	3,753	4,027	4,172	4,040	15,993	3,913	4,341	5,877	5,714	19,845	23,695
毛利率	13.07%	-11.24%	2.38%	-1.09%	-1.30%	-2.65%	-6.90%	5.69%	18.57%	18.14%	10.61%	17.81%
營業利益率	-3.34%	-32.33%	-18.35%	-20.96%	-22.08%	-24.25%	-26.55%	-13.99%	0.96%	0.53%	-7.86%	1.38%
營業外收入及支出	-188	70	204	-67	40	247	45	45	45	45	180	180
稅前純益	-867	-1,143	-535	-942	-852	-3,472	-994	-562	101	75	-1,380	507
母公司業主 - 稅後純益	- <u>456</u>	- <u>1,111</u>	- <u>561</u>	- <u>852</u>	- <u>677</u>	- <u>3,201</u>	- <u>783</u>	- <u>420</u>	<u>134</u>	<u>107</u>	- <u>962</u>	<u>606</u>
普通股股本	10,887	10,887	10,887	10,887	10,887	10,887	10,887	10,887	10,887	10,887	10,887	10,887
未稀釋EPS	-0.42	-1.02	-0.52	-0.78	-0.62	-2.94	-0.72	-0.39	0.12	0.10	-0.88	0.56
稀釋後EPS	- <u>0.42</u>	- <u>1.02</u>	- <u>0.52</u>	- <u>0.78</u>	- <u>0.62</u>	- <u>2.94</u>	- <u>0.72</u>	- <u>0.39</u>	<u>0.12</u>	0.10	- <u>0.88</u>	<u>0.56</u>
QoQ(%)												
營收		-10.97%	7.30%	3.60%	-3.18%		-3.13%	10.92%	35.39%	-2.78%		
營業利益					1.99%		16.48%	-41.56%	-109.25%	-46.15%		
歸屬於母公司-稅後鈍益					-20.49%		15.66%	-46.45%	-132.00%	-20.45%		
YoY(%)												
營收	-19.64%	-27.09%	-23.94%	-26.12%	-4.18%	-21.24%	4.26%	7.78%	40.86%	41.43%	24.08%	19.40%
營業利益					-9.36%	471.21%	-14.38%	-17.85%	-106.42%	-103.39%	-59.78%	-120.94%
歸屬於母公司-稅後鈍益	-127.65%				-30.85%	601.70%	-29.46%	-25.23%	-115.76%	-115.77%	-69.95%	-163.00%

台積電調高資本支出,誰受惠?

設備股百家齊放, EUV 設備為重中之重

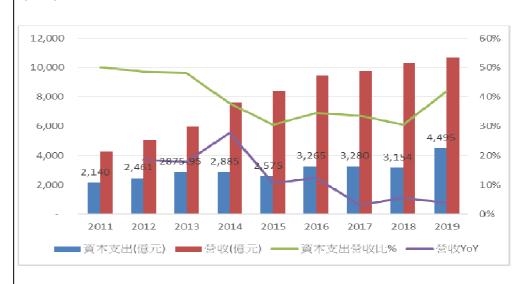
專業襄理 黃彦霖

台積電調高 19/20 資本支出

◆ 前言

台積電調整 2019/2020 的資本支出至 140-150 億/140-150 億美元(前次法說為 100-120 億美元),增加的部分主要 15 億美元增加在 7 奈米,25 億美在 5 奈米,反映了對於先進 製程的強勁需求,也意味著台積電有提前量產的需求,對於相關的設備機台要求到位時間將提早,台灣半導體設備類股將提早暖身上場表現。

(圖一)台積電資本支出走勢圖



資料來源: TSMC 公司資料,第一金投顧彙整

EUV 時代來臨,艾司摩爾財報財測佳,EUV 訂單 23 台創單季新高 Q3 新訂單金額 51.11 億歐元,包含 23 台 EUV

(Q2:28.28 億、Q1:13.99 億)

◆ 艾司摩爾財報財 測佳,EUV 訂單 23 台創單季新高 2019 年 EUV 交貨量應供不應求由 30 台下調至 26 台(Q4 從 12 台下調至 8 台),並預計 2020 年交貨 35 台,研究部則預估交貨 36 台。DRAM 交貨預計在 2020 年上升,三星將大量使用 EUV 以保持在 1z 製程的領先。公司維持未來數年 guidance,2019 年營收 117 億歐元(YoY+6.7%)、2020 年 130 億歐元(YoY+11.1%),2021-2025 年從 150 億歐元至 240 億歐元。法說後因全年漲幅已高,股價已充分 priced in 利多預期,投資人紛紛獲利了結。但研究部認為艾司摩爾身為唯一一家 EUV 設備製造商並作為摩爾定律續命的關鍵角色,在產業鏈擁有絕對的議價權,看好公司能達成 19 至 25 年營收 CAGR+14%的目標。

(表一)ASML EUV 需求預測

EU'	V shipments a	ind orders est	timates by cus	stomer	
	2019E	2020E	2021É	2022E	Total
Logic Shipments					
TSMC	15	14	14	12	55
Samsung	4	10	8	8	30
Intel	3	7	9	10	29
Others	2		2		4
DRAM Shipments					
Samsung	1	4	6	10	21
SK Hynix	1	1	2	4	8
Micron			1	1	2
Total Shipments 修正後	26	36	42	45	150
Total Shipments 修正前	30	35	38	42	145
Total Orders 修正後	45	40	41	42	168
Total Orders 修正前	33	38	40	41	152

資料來源: Bloomberg,第一金投顧彙整

EUV 製程潛在客戶

◆ EUV 製程潛在客戶

2019 年僅有華為麒麟 990 晶片使用台積電 7nm+ EUV 製程,但 2020 年 EUV 使用者將會大增,諸如:AMD 官方已經宣布 2020 年發表的 Navi 20 將採用更先進的 7nm+工藝,也就是 7nm EUV 工藝。MTK 預計 2020 第四季將發表 4 款 5G SoC 晶片,將採用台積電 6nm EUV 製程…等

(圖二)EUV 採用時程



*EUV 製程採用時程。資料來源:第一金投顧彙整

EUV 滲透率提升受惠個股 -家登(3680)

◆ EUV 滲透率提 升受惠個股 -家 登(3680) 家登 19H1 海思麒麟 990 一家開案即貢獻家登 3.6 億 EUV 光罩盒營收,19H1 營收 35%屬於 EUV 光罩盒。公司預期 2020 年佔比將提升到 65%以上,主要貢獻將來自於蘋果、高通、MTK、海思及可能回頭的 Nvidia,貢獻將累計達到 24 億營收。2021 年 7nm+EUV走向 5nm EUV 光罩層數由 5 層變 15 層,預期屆時將可貢獻家登累計 75 億元以上營收水準。

由於極紫外光光罩盒製作具有一定難度,全球僅家登與美商英特格 Entegris(ENTG)通過 ASML EUV 光罩盒認證,全球現有二座半導體廠三星與台積電需要使用 EUV 製程,未來將會新增 INTEL,而光罩盒市占部分過往三星 100%由英特格包辦,台積電則 100%由家登供應,INTEL 則各半。

隨著 TSMC 先進製程比重不段提升,EUV 光罩使用率也將不斷上升,中長線而言為正面趨勢。公司預估今年 EUV 光罩盒總出貨量為 2000 顆,而 EUV 光罩盒單價高達 1 萬美金(為傳統光罩盒 10 倍),其效益在 19Q2 已有明顯展現,隨著 2020 年 EUV 光罩盒用量成長,營收及產品組合將大幅改善。研究部預估家登 2019 全年營收 22.44 億元,稅後淨利 2.53 億元,EPS 3.6 元,2020 全年營收 36.33 億元,YOY 61.85%,稅後淨利 6.05億元,EPS 8.57 元,研究部以 2020 年 EPS 給予 20PE,12M 目標價 171 元,投資建議為買進。

(表二)家登損益表

2600	98	会会	-	*=
3680	家登	称口	厌	皿衣

3000 家豆醇白黄金衣											
單位:Mn,%,元	2018	201901	201902	201903	201904	2019	202001	202002	202003	202004	2020
營業收入淨額	1,634.74	408.43	661.48	586.95	588.00	2,244.86	546.28	850.00	1,114.88	1,122.08	3,633.23
毛利率	23.24%	23.98%	31.60%	33.97%	33.76%	31.40%	38.15%	36.00%	45.04%	44.88%	41.84%
營業利益率	-1.44%	0.11%	12.60%	11.55%	11.76%	9.83%	16.15%	14.00%	23.04%	24.88%	20.46%
營業外收入及支出	42.41	9.76	67.01	11.76	11.33	99.87	3.00	5.00	3.00	2.00	13.00
稅前純益	18.80	10.22	150.35	79.57	80.47	320.61	91.21	124.03	259.88	281.18	756.31
母公司業主一稅後純益	19.06	7.08	120.70	59.98	65.99	253.76	72.97	99.23	207.91	224.95	605.05
普通股股本	705.61	705.61	705.61	705.61	705.61	705.61	705.61	705.61	705.61	705.61	705.61
未稀釋EPS	0.27	0.10	1.71	0.85	0.94	3.60	1.03	1.41	2.95	3.19	8.57
新華後EPS	0.27	0.10	1.71	0.85	0.94	3.60	1.03	1.41	2.95	3.19	8.57
QoQ(%)											
營收		-25.92%	61.96%	-11.27%	6.65%		-7.10%	55.60%	31.16%	0.65%	
營業利益		-99.27%	18297.57%	-18.64%	43.56%		27.58%	34.94%	115.81%	8.68%	
美国於母公司一稅後純益		-95.15%	1604.86%	-50.31%	-56.42%		10.58%	35.99%	109.53%	8.20%	
YoY(%)											
營收	-7.05%	18.25%	77.49%	60.67%	60.96%	37.32%	33.75%	28.50%	89.94%	90.83%	61.85%
營業利益					11.43%		19372.55%	42.83%	278.85%	303.79%	236.74%
舞風於母公司—稅後純益	11.87%				-54.83%	1231.14%	445.89%	-17.76%	276.54%	240.88%	137.06%

結論與建議

台積電調整 2019/2020 的資本支出至 140-150 億/140-150 億美元(前次法說為 100-120 億美元),增加的部分主要 15 億美元增加在 7 奈米,25 億美在 5 奈米,反映了對於先進製程的強勁需求,

2019 年僅有華為麒麟 990 晶片使用台積電 7nm+ EUV 製程,但 2020 年 EUV 使用者將會大增,諸如:AMD 官方已經宣布 2020 年發表的 Navi 20 將採用更先進的 7nm+工藝,也就是 7nm EUV 工藝。 MTK 預計 2020 第四季將發表 4 款 5G SoC 晶片,將採用台積電 6nm EUV 製程…等全球僅家登與美商英特格 Entegris(ENTG)通過 ASML EUV 光罩盒認證,全球現有二座半導體廠三星與台積電需要使用 EUV 製程,未來將會新增 INTEL,研究部預估家登,2020 全年營收 36.33 億元,YOY 61.85%,稅後淨利 6.05 億元,EPS 8.57 元。

PC 產業分析

貿易戰因素提早備貨 19Q4 筆電出貨量將微幅季減

專業經理 吳東容

◆ 前言

因美國對大陸製 NB 的關稅將於 12 月中開徵,多數業者第 3 季備貨力道仍強,加上商務市場需求強勁及華為未完全停產,2019 年第 3 季全球 NB 出貨(未計可拆卸式機種)表現優於預期,較前季再增加近 2%。第 4 季因多數品牌預備庫存已高,及英特爾(Intel)缺貨效應未因新產能開出緩解,DIGITIMES Research 預期全球 NB 出貨將較前季小幅衰退 1.8%,但仍可望較 2018 年同期成長。

商務 NB 需求仍佳, 19Q4 品牌場表現好壞參半

◆ PC 終端表現

品牌表現方面,龍頭惠普(HP)於商務市場表現預期仍強勁,但受組織改造、供應鏈遷移等負面因素影響,第 4 季整體表現將不如對手。排名第二的聯想因大陸市場將進入電商及節慶旺季,出貨可望微幅季增,但委台代工比率將會下滑。第三名戴爾(Dell)雖有商務市場需求支撐,但因平價消費機種策略不如對手,第 4 季表現將不如前季。

第 4 季表現較佳的品牌將為蘋果(Apple)及微軟(Microsoft), 蘋果 16 时窄邊框新品第 4 季 將放量, 微軟第三代 Surface Laptop 亦將為其第 4 季 NB 出貨帶來倍數季增長。

台灣代工廠表現方面,廣達將主要受惠蘋果新品代工,出貨佔比可望小幅提升;緯創及 和碩出貨佔比則將分別受惠於戴爾及微軟訂單而增長。

(圖一) NB 品牌廠商

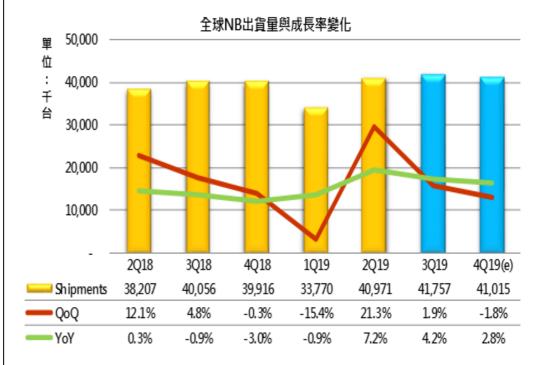
影響因素	內容	分析	對出貨的影響
品脚向	НР	於商務市場仍將有強勁表現·但出貨受內部組織改革、供應鏈遷移及受因應貿易戰提前生產所牽制。	√★★ 將季減近70萬台。
	聯想	委台代工的印度標案結束,且大陸電商旺季需求以 陸廠供應為主,委台比例將再降至6成以下。	↓★ 將較前季減少15萬台以內。
	Dell	於商務市場表現優於對手,於消費市場因超微機種 布局不足,平價機種衝刺力道受限。	√★ 將季減8萬台。
	Apple	第4季16时新品將放量,但13吋無Touch Bar MacBook Pro及12吋MacBook皆將停產。	个★ 較前季將増加10萬台。
	宏碁	Chromebook消費機種受對手競品挑戰·且電競機 種成長力道明顯放緩。	√★ 較前季將衰退15萬台以內。
	華碩	商務市場新品仍在市場探索階段,專攻創作者市場 的StudioBook售價較高,不易推廣。	个★ 出貨較前季增加2萬台以內。
	華為	微軟暫停Windows授權供應·改以安裝Linux系統 並以大陸標案供應為主。	√★ 將較前季減少近15萬台。

資料來源: DIGITIMES Research,第一金投顧彙總

19Q4 全球 NB 出貨量微幅衰退,關稅不確定下仍積極備貨

2019年第3季全球 NB 出貨優於先前預期,與基期較往年為高的第2季相較,仍增長近2%,更較2018年同期增加4.2%,連續第2季年增率為正。主因美國將於12月中開始對 NB 課徵關稅,導致多數業者第3季持續備庫存因應。商務市場受換機潮及企業數位轉型需求帶動,第3季表現優於預期。華為第3季表現亦優於先前預期,並未完全停止出貨。預期第4季全球 NB 出貨將較第3季小幅下滑1.8%,與2018年同期相比則將成長2.8%。季衰退主因部分需求提前於第3季生產與出貨,並造成第3季基期較高。多數業者海外產能仍未完成規劃,第4季整體生產仍處於多備庫存階段,出貨表現高於去年同期。英特爾缺貨未如期解決,且新主流處理器短缺幅度擴大,進一步限縮供應。除蘋果、微軟等少數業者外,多數業者第4季出貨力道皆不如第3季。

(圖二) 19Q4 NB 出貨量季減 1.8%

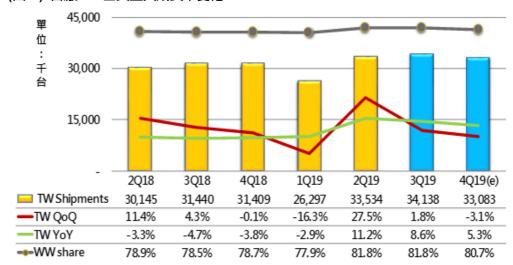


資料來源: Digitimes,第一金投顧彙總

19Q4 台廠 NB 出貨量將連續第 3 季年增長

2019 年第 3 季台廠 NB 出貨表現亦優於預期,較前季小幅增長 1.8%,較 2018 年同期則大增 8.6%,台廠年增表現優於全球。主因中美對抗趨勢下,品牌傾向優先將代工訂單給台廠。第 3 季台廠於大陸外產能雖僅少數布建完成,但品牌仍優先將訂單給予台廠,以求未來優先獲得台廠海外產能的權利。第 4 季台廠出貨預期較前季衰退 3.1%,但仍可望較去年同期增加 5.3%。由於輸美訂單已連續兩季提前生產,加上台系代工廠海外新增產能將於第 1 季初陸續開出,第 4 季台廠出貨預期將較第 3 季衰退。第 4 季出貨重心將逐漸由歐美轉向亞太電商及年節旺季,聯想及台系品牌部分出貨將移轉回陸系代工廠,使台廠出貨佔比將較第 3 季下降 1.1 個百分點。

(圖三) 台廠 NB 出貨量與成長率變化



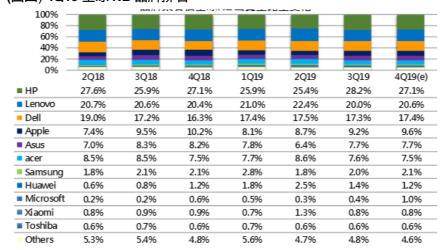
資料來源:Digitimes. 第一金投顧彙總

4Q19 全球 NB 品牌排名,微軟將超越小米與東芝

◆ 微軟新品帶動市 場

2019 年第 3 季全球 NB 品牌排名出現變動,華碩出貨再度超越宏碁,排名回到第五:三星電子(Samsung Electronics)出貨則超越華為,排名回到七。宏碁排名下滑主因包括第 3 季整體 Chromebook 市場邁入淡季,電競機種出貨力道不如去年,加上部分美國第 3 季需求提前於第 2 季出貨。三星第 3 季衝刺美國消費 Chromebook 市場,出貨明顯成長;華為則因美國禁運,出貨旺季不旺。第 4 季預期排名亦將出現變動,微軟將超越小米與東芝(Toshiba),排名來到第九。排名未變動的業者中,以聯想及蘋果出貨佔提升將較為顯著。微軟開始積極投入掀蓋式(clamshell)產品,在第三代的 Surface Laptop 擴增主流的 15 时產品線。受惠主要市場大陸迎來雙十一電商促銷及 2020 年農歷新年較早,聯想第 4 季備貨为道較對手強勁。蘋果 16 时 MacBook Pro 預期將在 11 月初到月中發表,第 4 季備貨將達百萬台水準。

(圖四) 4Q19 全球 NB 品牌排名

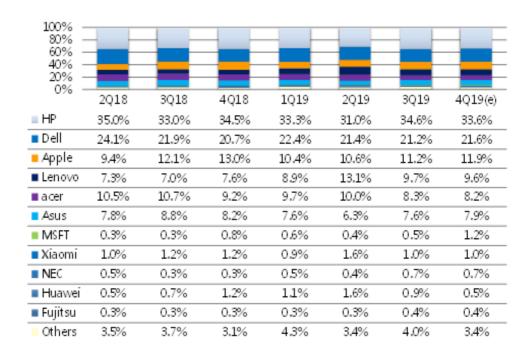


資料來源: DIGITIMES Research,第一金投顧彙總

Surface NB 新品將帶動微軟對台釋單排名躍升

2019 年第 3 季台廠客戶排名出現變化,蘋果超越聯想,排名由第四上升至第三;小米則超越華為,排名由第八上升至第七。聯想第 3 季由台廠仁寶代工的印度標案大單進入尾聲,導致出貨佔比顯著下降。第 3 季近 1 成佔比仍優於過去表現,可見聯想對台廠重視度仍有提升。華為因美國禁運問題未解,大幅減少廣達代工訂單。第 4 季台廠客戶排名將再出現變動,微軟排名將大幅提升,由第十名上升至第七;華為排名則將再後退兩名到第十。微軟第 4 季出貨將較前季大增超過 20 萬台。第 4 季推出第三代 Surface Laptop,除原先就有的 13.5 时,另外新增 15 时機種,並採用性價比較高的超微處理器。華為因缺乏關鍵美系零組件業者支援,搭載英特爾處理器的新品無法上市,第 4 季出貨將進一步萎縮。

(圖五) 品牌業者佔台廠 NB 出貨量比重變化

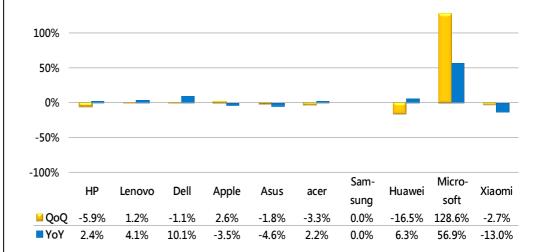


資料來源: Digitimes,第一金投顧彙總

備貨提前將導致部分業者旺季效應不明顯

2019 年第 4 季前十大 NB 業者中,將有超過一半出貨量呈現季衰退,排名前五大業者中,以惠普衰退程度恐較高。主因大部分業者第 3 季皆進行預防性備貨,造成第 4 季旺季不旺。惠普因進入組織再造:加上超微平價消費機種銷售不利,第 4 季出貨衰退將較對手顯著。微軟因 Surface Laptop 3 將大舉出貨,季增潛力為前十大業者中最高。年增率方面,將以微軟與戴爾表現較佳。微軟因 2019 年 NB 新增 15 时機種,出貨可望顯著提升。戴爾為商務機種換機潮及企業數位轉型需求的最大受惠者,出貨將較去年增長 1 成。

(圖六) 4Q19 Top 10 NB 品牌出貨量季成長表現



資料來源: Digitimes, 第一金投顧彙總

投資結論與建議

2019 年第四季由於貿易戰因素,客戶提早拉貨,加上 Intel 伺服器仍缺貨,因而呈現旺季不明顯。展望 2020 年,1 月 Win7 將停止更新,儘管 Intel 缺貨狀況有望改善,但商務機換機潮已經在 2019 年消化完畢,2020 年全年 PC 衰退幅度將較 2019 年擴大,明年 PC 市場將保守看待。

生技產業分析

健身器材產業迎接旺季來臨

專業襄理 蔣佳龍

◆ 前言

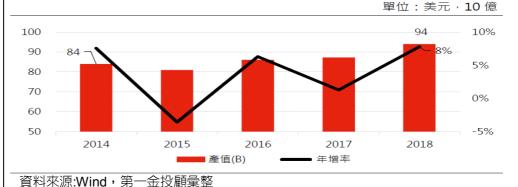
健康意識抬頭與運動習慣改變帶動健身產業:OECD 統計顯示 GDP 與生活水準提高,近 40 年肥胖比率上升,隨消費者意識到健康之重要性,健身中心因應此需求而增加,2018 年增至 21 萬間(+5%YoY),近 5 年 CAGR 4%,尼爾森調查運動意願統計,干禧世代(1980~)81%高於嬰兒潮世代(1945~)61%,未來隨運動習慣養成與 Z 世代(2000~)茁壯,健身人數續增將帶動健身房與器材製造商的商機。全球健身房產業穩定增溫,美國產值最大,亞洲滲透率低發展可期:根據國際健身、球類及運動俱樂部協會(IHRSA)資料顯示,2018 年全球健身房產值 940 億美元(+8%YoY),過去五年 CAGR 6%,持續增溫,其中會員人數達 1.83 億人(+5%YoY),占全球人口滲透率約 2%。各國產值中,美國達 323 億美元最多(占全球 34%),健身為美國生活的一部分,成長穩定近 10 年 CAGR 6%,會員人數 6,250 萬人。近年健身風潮已吹向亞洲地區,產值由 2014 年 143 億成長 17%至 2017 年 168 億美元,會員人數亦增長 32%至 2,250 萬人,平均滲透率4~5%,澳洲與紐西蘭擁有最高的健身人口滲透率15.3%與 13.6%,香港、新加坡與日本維持高成長,滲透率分別為 5.9%/5.8%與 3.3%,未來最具潛力市場為菲律賓、泰國、印尼與印度。

商用健身器材產業進入門檻高

商用健身器材產業進入障礙高,喬山為前三大廠商: Life Fitness 表示 2017 年全球健身器材產值達 111 億美元,其中商用佔 31%、家用佔 69%,市場預估 2022 年將超過 130 億。商用健身器材前三大廠商為 Life Fitness、TechnoGym 與喬山,商用市佔率 24%、17%與 13%,2018 年三者合之營收 25 億美元,過去 9 年 CAGR9%,成長優於產業平均。健身器材主要分為商用與家用,價格、耐用度與性能等為區隔;商用器材用於健身房、飯店旅館、醫院等,單價高、汰換期 5~7 年,廠商考量成本與品牌連貫性,不輕易更換供應商,進入障礙高,器材廠商品牌知名度建立困難。近年平價健身房興起快速拓點搶會員,帶動商用市場每年成長 5~6%;家用市場則相對持平到小增,產品價格較低競爭激烈。

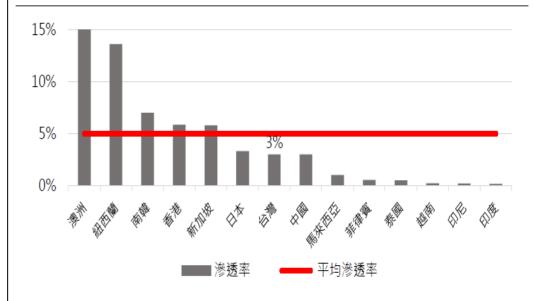
(圖一)全球健身房產值

◆ 全球健身房產値 已達 940 億美元, 並逐年成長



◆ 臺灣健身人口滲透度還有向上提升空間

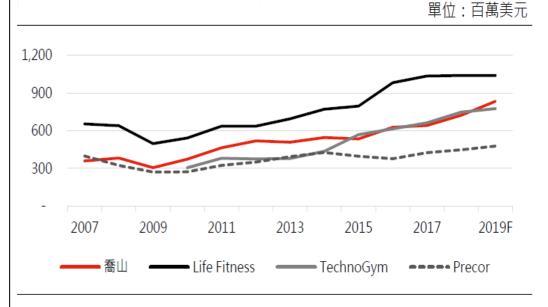




資料來源:Wind,第一金投顧彙整

(圖三)全球商用健身器材龍頭營收規模

◆ 喬山健身器材營 收預估今年上看 9 億美元,明年將挑 戰龍頭地位



資料來源:Wind,第一金投顧彙整

2022 年全球健身器材市場規模上看 128 億美元

根據 Allied Market Research 的研究結果,全球健身器材市場預估會在 2022 年達到 128 億美元的規模。其中亞太地區的成長最快,尤其是來自印度、中國等新興市場的需求。目前美國仍是全球最大的健身器材消費市場,同時也是台灣最大的外銷國。主要的 健身器材廠商包括:喬山(1736)、岱宇(1598)、祺驊(1593)等。

喬山(1736)從生產啞鈴起家,2018 年營收 7.2 億美金,僅次於美國 Life 的 11 億美金及義大利 Technogym 的 7.48 億美金,為全球第三大健身器材廠商。喬山於 2018/9 成為美國知名連鎖健身房 Planet Fitness 的三家供應商之一,原本該客戶僅 Life Fitness 一家供應商。Planet Fitness 展店策略相當積極,過去維持新開健身房約 200 間/年,近年則新增 2017~2021 年新增 1000 間店的目標。Planet Fitness 將成為喬山第一大客戶,有望貢獻其 2019 年營收 15~20 億元,由於產業特性,預估過半訂單將集中在第四季出貨,因此今年商用健身器材營收看好。

岱宇(1598)為國内最大家用健身器材廠商,營運模式為電動跑步機、橢圓機、健身車等心肺復甦健身健身器材及搖擺啞鈴、塑腹器等輕量型健身器材之開發、製造與銷售,鎖定家用與輕商用健身器材市場。主要產品有電動跑步機、橢圓機、搖擺啞鈴、健身車等。透過併購國外品牌,目前公司旗下擁有 Sole 與 UFC 兩品牌的國際市場經銷權和 Spirit、Xterra 及 Fuel 三個自有品牌。岱宇產品業務分為家用、商用、醫療復健、其他與戶外家具。岱宇旗下品牌合作銷售通路,涵蓋北美、歐洲、中國等最大健身器材通路,除美國主要合作夥伴旗下銷售據點站穩 7 成市佔率,岱宇亦積極開拓電商平台銷售之布局。岱宇攜手 Philips 合作,取得品牌授權,針對其在醫療科技領域所需的物理治療、老人復健等器材,提供從家用到商用完整的醫療復健用心肺運動器材產品解決方案。2019 年第一季正式於北美地區銷售,將規劃逐步拓展至其他市場,憑藉飛利浦的高品牌知名度與領先市占率,將能有效帶動岱宇的醫療復健器材銷售成長動能。

祺驊(1593)為生產健身器材及主要零組件之相關廠商,客戶包含了全球前十大健身器材廠,產品可分為電機類(馬達、發電機、磁控)與電控兩大類,用於跑步機、肌力訓練機、腳踏車訓練機等,並有飛輪競速車與划船訓練機兩種成品,自有品牌名為「difo」,未來將以打入國際品牌的健身房(高階商用市場)為目標。祺驊在整體家用市場的激烈競爭導致祺驊在該部分營收的衰退,公司持續深耕高階家用與商用運動器材,並推出自有品牌向下進攻,如何結合自身多年的零組件製造經驗讓自有品牌產品打入國際,是祺驊未來數年是否能打開新的營收來源與提高利潤的關鍵。祺驊 2017 年轉投資台灣 Curves 健身房通路,目前會員穩定增加,去年獲利約一千餘萬元。

喬山今年公司體質好轉,淡季轉虧為盈,明年挑戰全球商用龍頭竇座

喬山(1736)19Q3 營收 61.59 億元、YoY+13.90%,創同季歷史新高,毛利率 50.11%,稅後淨利 3.41 億元,YoY+78.72%,稅後 EPS1.12 元。今年以來毛利率維持高檔主因商用占比提高至 75%,且隨著營收規模提高、零售通路整頓以及倉儲物流費用控管之下,營益率持續改善。喬山 10 月營收 22.47 億,YoY+9.59%,MoM+5.73%,主因去年 9 月起喬山開始出貨給星球健身,比較基期較高,營收年增幅度低於今年 1~9 月的 18.62%。進入 Q4 產業旺季,營收將達全年高峰,不過由於比較基期關係,預估營收成長幅度將不如前三季。喬山今年受惠大客戶星球健身通路數成長追加訂單,營收動能強勁,除此之外,日本在奧運帶動運動風氣下,健身房會員數成長帶動需求,出貨量翻倍,德國、南美洲及新設立的羅馬尼亞皆有五成以上的成長。喬山今年初英國連鎖健身房 Pure Gym三年合約,而東南亞最大的連鎖健身房 Celebrity Fitness 也釋出獨家供貨權給喬山,並從今年起供貨。Planet Fitness 去年對喬山只有四個月的採購,今年則是全年度營收貢獻。

看山於 10/29 通過簽署收購日本朝日集團旗下、日本最大的按摩椅製造商-富士醫療器公司 60%股權、約 18 萬股的意向書,總投資金額暫定為日幣 67 億元(約新台幣 19 億元)。 未來將列入合併營收,實際金額待喬山完成實地查核評估後決定,若順利進行,目前公司預估將於 2020 年 2 月達成股份轉讓協議。

香山原為 FUJI 按摩椅日本以外市場全球總代理商,若交易順利完成,香山將取得取得日本 FUJI 按摩椅品牌及研發技術,並透過喬山全球銷售網絡進行販售,進而擴大市佔率。富士醫療器成立於 1965 年,2018 年營收約新台幣 51 億元,主要產品為按摩椅,營收占比約 2/3,其他產品則有助聽器、高週波治療儀等。富士醫療器 2018 年營收 182.67 億日圓 (51.28 億新台幣),營業利益 10.74 億日圓(3.01 億台幣),稅後淨利 6.13 億日圓(1.72億台幣);研究部保守預估富士醫療器 2020 年營收約當於 2019 年預估 200 億日圓(56 億新台幣),稅後淨利 1.68 億。2020 年 2 月以後喬山持有 60%富士股權,全年約可認列 10 個月營收,預估富士醫療器可貢獻喬山營收 47 億元、稅後淨利 1.4 億元,貢獻喬山 EPS 約 0.46 元。

喬山花了 15 年時間建立通路、售服系統,商用市場現在佈局已近完成,隨品牌知名度提高,產品售價也從以前的折扣 15~20%,現在亞洲已無折扣,歐美折價幅度也縮小至 10%以内,帶動毛利率提升。喬山過去為爭取客戶僱用較多銷售服務人員費用較高,但營收規模成長後,費用率下滑,進入旺季營收成長下,預期費用率將進一步下滑。喬山美國零售通路營收約 1 億美元,營收下滑主要是逐步降低低價產品銷售比重,因面臨中國同業削價競爭結果,目前全美從去年的 98 家通路降到剩 84 家零售通路,喬山 2018 年起開始改用開放加盟方式,較不傾向主動併購實體通路,降低母公司費用負擔,目前零售通路亦協助當地社區、俱樂部等輕商用市場推廣。新興市場部分,印尼、南美洲市場基期低,今年將維持高成長,今年 9 月喬山也成立俄羅斯子公司,目前營收仍小,預估 2021年業績開始顯著成長。目前台灣產能利用率高,台灣廠擴建預計 2020 年第 2 季完工,可增加 30%商用健身器材產能。越南廠預估 19Q4 會開始量產,台灣部分低毛利產品規劃往中國廠生產,高毛利產品則移往越南廠。喬山越南廠共分二期建廠,占地 10 公頃,第一期工程完成後,預計 2020 年產值可達 10 億元新台幣,未來可擴充到 30 億元。

喬山 2018 年 7 月起正式成為 PLANET FITNESS 供應商(由獨家供應廠 LIFE 增至 3 家供應商),目前 PLANET FITNESS 全美有 1859 家健身房,1400 萬名會員,未來 3 年預計再開 500 家。目前 PLANET FITNESS 一年採購額約 1.5 億美元,每年約有 300 家有汰舊換新需求,單店採購額約 40~50 萬美元,平均 5~7 年換一次設備。因目前 PLANET FITNESS 只有三間供應商,喬山出貨佔相當比例,訂單來自於新店及舊店汰舊換新需求。喬山從 2018 年 9 月開始出貨 PLANET FITNESS,供貨合約採 2 年一簽,並綁定最低採購額,2018 年約貢獻喬山 2200 萬美金營收,2019 年全年度營收可望達 6000 萬美金,19H1 已經出貨 2000 萬美金,預估大約 40%營收貢獻會落在 19Q4,惟出給 PLANET FITNESS 的產品毛利率並不高,屬類家用產品改款,藉以提高稼動率,因此 19Q4 預估毛利率將略降約 1.5 百分點。

綜合以上,研究部預估喬山 2019 營收 251.34 億元,YoY+15.52%,毛 49.49%, 稅後淨利 13.85 億元,YoY+255.37%,稅後 EPS4.56 元。展望 2020 年,隨著越南廠開始量產,2020 年 Q2 台灣廠擴產完成,年產值將從台幣 50 億元上升至 65 億元,確保喬山長期成長動能無虞。

營收部分,美系健身通路客戶明年預估將拓 200 個新據點,歐系客戶三年內預計再開 500~550 個據點,對喬山商用器材採購量將再增加,預估明年健身器材營收將維持雙位 數成長,隨著營收規模擴大,營益率還有提升空間。若喬山在明年 2 月順利完成收購 60% 富士醫療器股權,將合併該公司營收約 47 億元營收,並深化公司按摩椅垂直整合,且按摩椅與健身器材通路重疊性高,歐美按摩椅市場近年維持雙位數成長,喬山可藉現有通路持續推廣。研究部預估喬山 2020 年營收 324.28 億元,YoY+29.02%,毛利率 49.60%,稅後淨利 16.86 億元,YoY+21.76%,稅後 EPS5.56 元。

結論與建議

喬山為全球第二大健身器材品牌廠,明年順利併入富士醫療器後,營收有望突破三百億元,挑戰全球龍頭健身器材廠地位,並跨足醫療器材領域。喬山去年打入星球健身供應鏈,為公司長期業績成長動能,且其他新市場亦保持成長。由於公司產能分散可靈活調度,成為中美貿易戰下轉單受惠者,今年底越南廠投產後,成本優勢將更明顯。喬山過去本益比區間落在 8~30 倍區間,而全球第三大健身器材廠商 Technogym 目前本益比約22 倍。依研究部預估喬山 2020 年 EPS5.56 元計算,目前本益比約15 倍,相較同業評價低估,考量喬山進入產業旺季,營收有望再創新高,給予18 倍本益比評價,目標價100元,投資建議為買進。

生技產業分析

愛滋病用藥介紹

專業襄理 羅志偉

◆ 愛滋病是從英文 A I D S 的發音翻譯 過來的,醫學正式的 名字叫做「後天兒疫缺乏症候群」

愛滋病是從英文 AIDS 的發音翻譯過來的,醫學正式的名字叫做「後天冤疫缺乏症候群」。「後天」的意思是,這個病不是與生俱來的;「冤疫缺乏」的意思是,愛滋病會破壞您的冤疫系統。所謂冤疫系統,也就是一般人所說的抵抗力,會保護您冤於病菌的感染。愛滋病患目前全球之盛行率約為 3690 萬人,其中有約 200 萬人是於 2016年新感染的人數。愛滋病是感染了「人類冤疫缺乏病毒」(Human Immunodeficiency Virus, HIV)所出現的後期病患,顧名思義,患者會因冤疫系統遭到破壞而出現平常罕見的伺機性疾病並導致器官衰竭,雖說人類冤疫缺乏病毒是導致愛滋病的元兇,但愛滋病毒(HIV)可分為 HIV-1、HIV-2 等數各種類及不同的亞型,AIDS 的發病與否和這些病毒致病力強弱、及患者冤疫能力相關,有極少部分遭感染 HIV 的患者幾年後幸運的並未出現冤疫缺失的情形是有可能的。

檢驗是否感染愛滋病是以透過血液篩檢有無免疫系統針對 HIV 產生的抗體為依據,但感染 HIV 病毒初期,病患血液内的抗體和病毒量未達到被偵測到的水平,此時期稱為「空窗期」(約為時 1-3 個月,但最常可超過一年),這段時間篩檢會呈現驗不出來的「假陰性」反應。此期間的病患體内潛藏的愛滋病毒能具有一定的傳染力,仍可經由體液接觸傳染給他人。

HIV 病毒目前可分為兩型,HIV-1 和 HIV-2。HIV-1 是大多數國家中最主要造成愛滋病病因,HIV-2 則主要分佈在西非。兩種病毒的致病力並不相同,HIV-1 的毒性與傳染性均高於 HIV-2。

◆ HIV 病毒目前可分 為兩型,HIV-1 和 HIV-2。HIV-1 是大 多數國家中最主要 造成愛滋病病因, 造成愛滋病病因, HIV-2則主要分佈在 西非。兩種病毒的致 病力並不相同, HIV-1的毒性與傳染 性均高於 HIV-2 愛滋病發後的症狀相當複雜,如果簡單地依引起症狀的原因來分,可大致分為三類: 1)是因免疫系統受損,所引起的各種伺機性感染。這是對愛滋病人最具生命威脅的一種併發症,其中又以肺囊胞蟲肺炎最為嚴重,在歐美國家一半以上的愛滋病人曾得到這種感染,剛開始病人會有呼吸困難、咳嗽、發燒、缺氧等症狀,而且病情進展很快,如果不加以治療,很容易因為呼吸衰竭而死亡。這種肺炎早期治療或預防的療效不錯,但是很容易再發,難以根治。其他的伺機性感染相當的多,如:肺結核感染;口腔白色念珠菌的感染;弓形蟲感染侵犯到腦部引起的腦部症狀,像是嚴重的頭痛、痙攀、昏睡等。 2)是伴隨而生的腫瘤。愛滋病發現以後,卡波西肉瘤(這原本是在地中海地區的男性老人較常見的一種腫瘤)的病例數就突然大量增加,多發生於同性戀者的身上,1990年以後,只有15%的同性戀愛滋病人會有卡波西肉瘤。愛滋病的卡波西肉瘤可以發生於皮膚的任何部位,而且不會只長在一個地方,甚至會長到皮膚以外的地方去,像是淋巴腺與消化道器官等等。皮膚上的卡波西肉瘤顏色 通常是紅色的,也可以是粉紅色或紫色,形狀長長圓圓的,顏色會隨著時間而變深。卡波西肉瘤通常不會致命,如果有疼痛性的潰瘍,出血或是造成不雅觀的外貌, 才需要加以治療。 3)是因神經系統受侵犯所引起的神經精神症狀。

愛滋病毒也會侵犯到腦部,造成神經系統受損,出現記憶力喪失、精神錯亂癡、判斷力有障礙、癡呆或是性格改變等等的症狀。因為這些由愛滋病毒引起的神經系統症狀相當常見,國外對於年輕的神經精神病人常會做愛滋病毒的血液檢查。雖然目前無任何方法根治愛滋病,延緩病情即能抑制 HIV 病毒複製的藥物的發展卻有部分的突破,目前已有超過 25 種抗愛滋藥物核准上市。若適當的合併使用 2 至 4 種藥物便可降低病毒量、減少病毒對免疫系統的危害,進而延緩 AIDS 的發病、增加病人的生存質量,因抗愛滋藥物的配置有如雞尾酒的調配,即有名的「雞尾酒療法」(原名為高效抗反轉錄病毒治療法,Highly active antiretroviral therapy, HAART),實務上最常見的是核甘酸反轉錄酵素抑制劑與蛋白酵素抑制劑的併用,其屬於第一線用藥。

中裕為台灣開發愛滋病藥物之前軀,技術授權自美國 GENENTECH 公司

中裕新藥股份有限公司成立於 2007 年 9 月,創辦人為國際愛滋病權威何大一博士及蔡英文女士,當年成立的目的為從 Genentech 授權引進已經完成靜脈 Phase II 的 TMB-355 (Ibalizumab)。中裕於 2010 年登入興櫃,2015/11 / 23 轉上櫃,目前資本額為 25.2 億。中裕為開發 HIV 新藥的生技製藥公司,尤其專注長效劑型候選藥的開發。長效劑型為現今 HIV 療法的開發趨勢。Trogarzo®為中裕在美第一個獲得藥證的 HIV 新藥,未來計畫開發具潛力的候選藥,包括 TMB-365 及 TMB-Bispecific,將成為未來成長動能。

Trogarzo®美國新劑量獲核可並取得歐盟藥證

中裕受惠於合作夥伴的新行銷策略,Trogarzo®營收穩定成長,公司預期今年 Trogarzo®美國銷售可望帶進 8 億元權利金。目前 Trogarzo®在美核可劑型為點滴靜脈注射,而靜脈推注劑型正在進行第三期臨床試驗。已有五名病患根據美國 FDA 準則,接受一系列 Trogarzo®稀釋劑量靜脈推注。中裕已確認其安全性及初步資料,並開始準備其餘 15 名病患的臨床試驗。公司也表示 Trogarzo®靜脈推注劑型可望在 20Q2 獲得美國藥證。靜脈推注可將治療時間由 15-20 分鐘縮短至不到一分鐘。有望進一步帶動 Trogarzo®銷售。Trogarzo®取得歐盟藥證,於 2019 年末上市,首先於德國銷售。

TMB-365 及 TMB-Bispecific 為未來動能

TMB-365 為 Trogarzo®的第二代單株抗體候選藥,可用於治療並預防 HIV 感染。與 TMB-355 (Trogarzo®)相比,TMB-365 在臨床前試驗中以顯示其抗藥性、藥效及 PK/PD 資料表現均較佳。TMB-365 第一期臨床試驗的靜脈推注劑型已於美國獲得 IND 核准,TMB-Bispecific 用於 HIV 感染的維持治療,公司預期將與未來新引進的 候選藥開發合併療法。研究部認為公司未來將受惠於 1) 來自 Trogarzo® 權利金與 里程金的持久穩定現金流:2) 潛力候選藥的成長潛力,係因其可滿足 HIV 治療中長效藥需求未被滿足的缺口,因此研究部看好其未來發展。

◆ 目前無任何方法根 治愛滋病。實務上最 常見的是核甘酸反 轉錄酵素抑制劑與 蛋白酵素抑制劑的 併用,其屬於第一線 用藥

汽車產業分析

中國新車銷售谷底已過唯能見度仍低

專業經理 吳冠徹

◆ 中國汽車銷售衰 退幅度縮減

中國 10 月新車銷售概況

根據跟據中汽協公布數據,中國 10 月汽車銷售 228.4 萬輛,MoM+0.6%、YoY-4%,累計 1~10 月銷售 2065.2 萬輛,YoY-9.7%。乘用車部分,10 月銷售 192.8 萬輛,MoM-0.2%、YoY-5.8%,累計 1~10 月銷售 1717.4 萬輛,YoY-11%。整體來看,中汽協先前下調全年乘用車銷售約 2244 萬輛,YoY-5.4%,不過就前 10 月銷售仍衰退-11%,離目標仍有很大一段距離,恐難以達標。此外,受到補貼減少與去年基期較高影響,新能源汽車 10 月銷售 5.7 萬輛,YoY-45.6%,則是出現連續第四個月年衰退的情況。

(圖一) 中國乘用車銷售概況

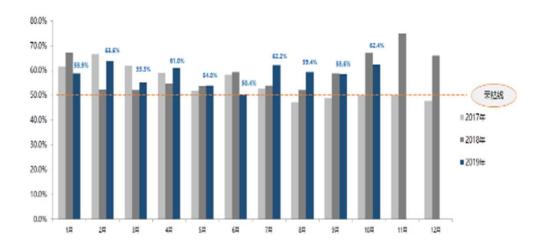
中國乘用車銷售概況



資料來源:中汽協、第一金投顧彙總

另一方面,根據中國汽車流通協會發佈的最新一期"中國汽車經銷商庫存預警指數調查"VIA(Vehicle Inventory Alert Index)顯示, 10 月汽車經銷商庫存預警指數為62.4%,MoM+3.8%,YoY-4.5%,庫存預警指數持續位於 50 警戒線之上。整體來看,由於 9 月各地車展及季度末經銷商衝量等行銷活動消化了部分需求,且十一長假期間消費者外出遊玩,經銷商來客量下滑,同時 11 月仍有部分地區將舉辦大型車展,屆時車廠與經銷商促銷力道可望加大,也導致消費者 10 月持觀望態度,使得 10 月經銷商庫存較上個月明顯增加,不過 11 月開始接近年底,車廠和經銷商為了達成年度任務也將加大促銷力度,預計 11 月庫存指數有望較 10 月下滑。

(圖二) 中國汽車經銷商庫存概況



資料來源:中國乘聯會、第一金投顧彙總

◆ 美國車市維持高 檔

而跟據 MarkLines 截至 11 月 4 日的統計,10 月美國新車銷量(包含通用/FCA/特斯拉預測值的速報值)134.3 萬輛,YoY-0.7%。10 月工作天數 27 天,比去年同期多一天,10 月經季節調整年化銷量(SAAR)1658 萬輛/年,YoY-5%。分車種銷量來看,輕卡銷量 98.86 萬輛,YoY+6.4%;乘用車銷量 35.53 萬輛,YoY-16.4%。整體來看,美國持續低失業率,消費者心理依舊保持穩定,儘管受車型組合影響,新車價格達到美國歷史新高水準,不過為了抑制價格對銷售影響,各車廠都積極提供優惠方案刺激買氣,同時汽車利率貸款連續四個月低於 6.0%,皆有利新車銷售環境,因此考慮到前述情況,研調機構LMC Automotive 也將 2019 年預測上調 1710 萬輛/年,較上次增加 5 萬輛。

(圖三) 美國新車各車種銷售狀況

美國新車銷售概況 2000 10.00% 1800 7.60% 8.00% 1600 .90% .70% 6.00% 1400 1200 4.00% 1000 2.00% 800 40% 0.30% 600 0.00% .109 1.809400 -2.00% 200 o -4.00% 2013 2014 2015 2016 2017 2018 Oct-19 ■ 乗用車 ■ ■輕卡

資料來源: Marklines、第一金投顧彙整

結論與建議

研究部認為近期汽車零組件族群的股價反彈,主要是反映在中國國五車型庫存去化之後,搭配接下來進入年底旺季,車廠可望回補庫存以及拉貨國六新車型的訂單,將帶動相關供應鏈步出營運谷底。不過由於受到貿易展衝擊,中國內需消費仍較為疲弱,且目前官方僅推出解除限購令政策,唯一二線城市汽車購買力早已經相對飽和,關鍵還是在於三四線城鎮可否彌補取代,限購令政策利多恐怕題材大於實質貢獻。研究部認為在19H1 中國新車市場低基期的下,20H1 銷售年增率有機會轉為正成長,而供應鏈的股價反彈也已反映營運最差時間已過,然而由於終端銷售依舊掌握度不高,車廠訂單較過往更為慎重且隨著市場調整,下單相較過往穩定度較低,供應鏈能見度因此偏低。綜合以上,在美國市場處在銷售高原期,而中國市場雖有復甦然後續力道仍要觀察,因此在個股股價拉升反映之後建議以區間操作為主,建議關產業趨勢向上的電動車或降低汽車碳排放的相關零組件個股,貿聯 KY(3665)目標價 240 元、和大(1536)目標價 125 元、智伸科(4551)目標價 220 元、皇田(9951)目標價 112 元。

營建產業分析

總統大選影響房市 選前觀望氛圍濃厚 選後觀察房市政策

專業襄理 鄭亦涵

◆ 前言

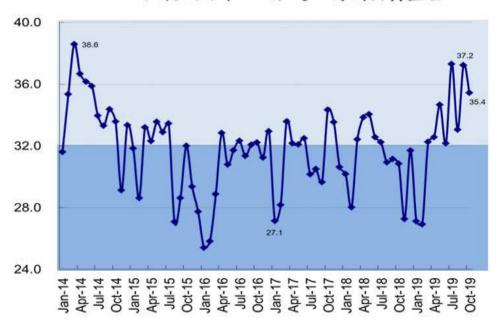
受惠於市場資金充沛、房貸利率維持低檔水準,交屋潮,推升 10 月房市成交量顯著成長,10 月六都建物買賣移轉件數較 9 月增加 19.8%,10 月營建業營業氣候測驗點來到 103.01 點,較 9 月上揚 5.1 點。展望未來,短期受到總統大選將近干擾,買氣觀望氛圍浮現,然選後需觀察未來政府對於房市政策的態度、國際情勢及兩岸關係。供給面仍面臨成屋持續擴增的壓力,住宅市場供需依舊需時間調整。

10M19 住展風向球 35.4 分 連八月閃出黃藍燈

◆ 房市處於溫和復 甦軌道上 代表北台灣新建案市況的住展風向球 10M19 略為下滑,來到 35.4 分,較 9 月減少 1.8 分,連續八個月閃出黃藍燈。風向球六項統計指標中,議價率上揚,建案廣告量、來人及成交組數持平,預售屋供給、新成屋供給兩項分數呈下滑。整體而言,雖然 10 月風向球分數稍微下滑,然燈號已連續八個月呈黃藍燈,顯示房市處於溫和復甦的軌道上,不過受到國內總統大選將近、政局不確定因素,來人及成交組數下滑,至年底預計新建案市場表現較為平淡,後續房市維持保守看待。

(圖一)住展風向球總分走勢

10M19住展風向球35.4分連八月閃出黃藍燈



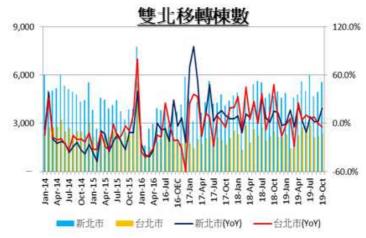
資料來源:住展雜誌、第一金投顧彙整

◆ 10 月六都移轉棟 數以桃園市及台 南市成長最多

10 月六都移轉 2.14 萬棟 YoY+12.7% MoM+19.8%

10 月六都建物買賣移轉棟數 2.14 萬棟,YoY+12.7%、MoM+19.8%,10 月主要反應市場交易持續回溫外,部分區域受到新成屋交屋挹注,整體而言市場延續買氣回流,整體交易優於去年同期表現。觀察 10 月六都買賣移轉棟數年增率,以桃園市及台南市成長最多,年增 27.7%及 25.9%,新北市及台中市年增 18.5%及 12.8%,台北市及高雄市小減 4.8%及 3.3%;月增率以台中市增加 44.9%最多,新北市、桃園市、台南市及高雄市則有 12~18%的漲幅。

(圖二)雙北地區移轉棟數



資料來源:住展雜誌、第一金投顧彙整

(表一)2019年10月六都買賣移轉概況

2019年10月六都買賣移轉棟數概況					
六都	10月移轉棟數	YoY	MoM		
台北市	2,370	-4.8%	9.1%		
新北市	5,576	18.5%	12.9%		
桃園市	3,767	27.7%	17.3%		
台中市	4,563	12.8%	44.9%		
台南市	2,089	25.9%	17.8%		
高雄市	3,088	-3.3%	16.1%		
合計	21,453	12.7%	19.8%		

資料來源:住展雜誌、第一金投顧彙整

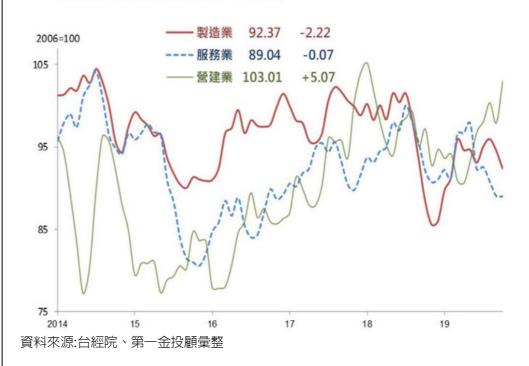
◆ 營建景氣回升 多 數廠商看好未來 景氣

10 月營建業景氣 103.01 點 較 9 月上揚 5.1 點

受惠於市場資金充沛、房貸利率維持低檔水準,加上部份區域新成屋完工交屋,推升 10 月房市成交量顯著成長,10 月六都建物買賣移轉件數較 9 月增加 19.8%,推升 10 月營建業營業氣候測驗點上漲,10 月營建業營業氣候測驗點 103.01 點,較 9 月上揚 5.1 點,不動產業看好當月景氣的廠商比例逾 50%。展望未來,短期受到總統大選將近干擾,買氣觀望氛圍浮現,然選後需觀察未來政府對於房市政策的態度、國際情勢及兩岸關係。供給面仍面臨成屋持續擴增的壓力,住宅市場供需依舊需時間調整。

(圖三)營建業景氣走勢

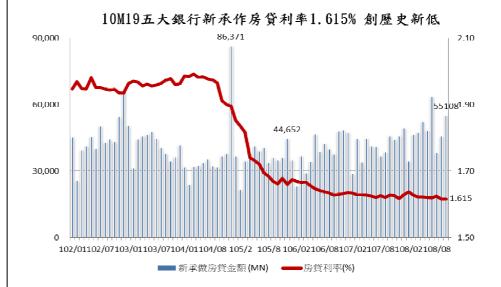
營業氣候測驗點(2019年10月)



10M19 五大銀行新承作房貸利率 1.615%

◆ 房貸利率維持低 檔,有利房價支撐 10 月五大銀行購屋貸款利率 1.615%,利率與 9 月持平,同為歷史新低,主要是因為目前房貸戶以自住需求為主、風險較低,房貸業務競爭,因此銀行積極從事購屋貸款,推出利率優惠房貸專案,導致整體利率續下滑。10 月五大銀行新承作房貸金額較 9 月增加 94.06 億,來到 551.08 億元,創三個月來新高,主要反映六都買賣移轉棟數成長、交屋潮及工作天數增加。台銀、土銀、合庫銀、一銀、華銀等五大銀行合計承做房貸比重,約佔全體銀行的近四成,一向被視為房市風向球。根據聯徵中心統計,目前房貸餘額自住佔比高達 87.5%。目前房市仍屬剛性需求市場,整體景氣呈溫和復甦。目前整體而言房貸利率維持相對低檔,有利房價支撐。

(圖四)營建類股投資建議



資料來源:中央銀行、第一金投顧彙整

2Q19 待售房屋逾兩千億去化速度緩慢

◆ 住宅供過於求 自 住實繫撐場

今年以來建商積極推案,然目前房市供過於求,不動產去化速度減緩,國內建商餘屋庫存持續攀高,2Q19 待售房屋約 2070 億元,YoY-2.02%,QoQ+2.39%。根據住展雜誌統計,2019 年上半年北台灣新建案平均銷售率不到三成,銷售率較 2017 年下滑約一成,且大不如 2013~2014 年房市多頭時期高峰銷售六、七成的水準,後續若市場能順利消化龐大餘屋及推案量,房市有望由目前盤整格局轉為多頭局勢,但若新案去化不佳,恐加重市場賣壓。

(圖五)營建類股投



資料來源:CMONEY、第一金投顧彙整

結論與建議

房市交易量能回穩,今年前九月房屋移轉棟數 21.9 萬棟,年增 6.3%,2019 年在房市仍以自住需求為主前提下,預計全年移轉棟數落在 28~29 萬棟。受惠於市場資金充沛、房貸利率維持低檔水準,交屋潮,推升 10 月房市成交量顯著成長,10 月六都建物買賣移轉件數較 9 月增加 19.8%,10 月營建業營業氣候測驗點來到 103.01 點,較 9 月上揚 5.1 點。展望未來,短期受到總統大選將近干擾,買氣觀望氛圍浮現,然選後需觀察未來政府對於房市政策的態度、國際情勢及兩岸關係。供給面仍面臨成屋持續擴增的壓力,住宅市場供需依舊需時間調整。個股方面,可積極關注基本面佳的國揚、鄉林等標的,可伺機逢低佈局。

(表二)營建類股投資建議

代號	建商	2018 EPS	2019 EPS(F)	2020 EPS(F)	NAV	市值(億)	收盤價	目標價	評等
5531	鄉林	0.17	-0.73	3.82	27.0	107.60	10.95	15.0	Buy
2515	中工	-0.20	-0.08	-0.21	11.0	119.10	7.78	11.0	Buy
2505	國揚	(0.07)	0.02	0.97	45.6	104.50	15	18.0	Buy
5534	長虹	14.34	10.62	7.80	105.0	240.10	82.7	95.0	Trading Buy
2548	華固	3.12	11.21	7.83	114.0	261.90	94.6	93.0	Trading Buy
3056	總太	1.60	2.11	1.39	24.0	59.80	28.6	29.0	Trading Buy
2511	太子	0.77	0.69	0.82	19.6	182.60	11.25	12.5	Trading Buy
2520	冠德	1.01	2.14	3.45	54.0	148.90	29.55	32.0	Trading Buy
2501	國建	3.11	0.91	1.20	31	243.50	21	23.0	Trading Buy
2107	厚生	0.58	1.51	2.00	46.0	67.70	19.35	20.5	Trading Buy
2542	興富發	5.88	3.25	2.60	67	543.10	46.55	47.0	Trading Buy
5522	遠雄	2.48	2.41	1.95	83.3	310.40	38.5	41.0	Trading Buy
2534	宏盛	4.06	2.90	4.37	33	171.20	23.1	25.0	Trading Buy
2536	宏普	1.34	1.17	0.87	44	72.10	21.65	22.0	Trading Buy
6177	達麗	0.19	3.69	0.99	60.0	72.10	28.05	30.0	Trading Buy
2535	達欣工	2.00	1.67	1.23	21.13	63.40	21.1	21.8	Trading Buy

資料來源:截至 2019/11/25,第一金投顧預測

塑化產業

預期原油後市平淡震盪至小跌

專業襄理 曾義甯

◆ 預期油價未來平 淡震盪

預期 2020 年油價平淡震盪

2019-2020 年原油市場將在需求成長趨緩、供給增加背景下呈現過剩格局,且過剩程度將加劇,但由於供給成長率趨緩,因此 2020 年油價較 2019 年將呈現持平至小跌(布蘭特原油 55-65 美元區間)的情況

原油簡介

◆ 原油簡介

原油(Crude Oil)指尚未提煉的液態石油,含有各種不同碳數的碳氫化合物(烯烴),經過蒸餾、提煉加工,會依混和物中不同的沸點分離出不同產物。

石油產品包含燃料類、石腦油、其他。其中:

燃料類: 汽油、煤油、柴油等

石腦油 (naphtha):俗稱輕油,蒸氣裂解後可製造塑化最基礎原料 (輕油裂解)。

石油價格參考指標包括:

美國西德州原油(WTI):美國是最大的石油消費國,故 WTI 被視為衡量原油價格變化的基準價。(原油期貨基準)

英國北海布蘭特原油(Brent):從中東、非洲輸往西方的原油均依照布蘭特原油訂價,為國際石油基準價格。(原油現貨基準)。

頁岩油氣簡介

◆ 頁岩油簡介

傳統天然油氣因高含量、高滲透率和高孔隙度,只要在地下鑽孔,自然就會噴出地上。 蘊藏於油頁岩(Oil Shale)中的石油和天然氣,因為其滲透率和孔隙度極低,故一直以來生 產過程困難且昂貴。許多國家都有豐富的頁岩氣油藏量,美國佔全球 24%,中國及中亞 佔 22%,推估共可使用約 150 年以上,但受限於技術不夠成熟、地理環境因素限制、能 源產業結構以及環境風險等,讓頁岩氣的開採,目前「專屬」於美國。

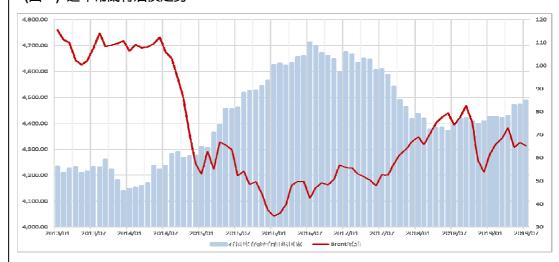
受到多空訊息交錯影響,19年來油價先漲後跌,後維持平淡震盪

◆ 19 年來油價先漲 後跌 獨記得 2018 年因 OPEC+減產執行率優於預期(及委内瑞拉等國非預期性減產),疊加市場對美國制裁伊朗之樂觀預期,促使 2018 年布蘭特原油自 65 美元震盪走高,最終成為最後一舉突破 80 美元。但在美國促使 OPEC 增產以因應伊朗制裁同時宣佈給予 8 國進口伊朗原油的豁冤權、美國原油產量創歷史新高、俄羅斯產量回升至減產前水準等諸多供給面不利因素下,市場對原油過剩的擔憂;再加上全球資本市場出現重挫,10 月後全球股市震盪,因此油價開啓暴跌模式,3 個月內自 85 美元高點重摔至 50 美元,跌幅約40%。

19 年來油價先漲後跌,自年初 52 美元上漲近 40%至 72.2 美元,但隨後半個月內下跌 15%,至近期於 55-65 美元區間震盪。前期上漲原因主要為 OPEC+減產成效優於市場預期,加上美國制裁伊朗、委内瑞拉產生之非預期性減產,因此 OPEC+產量顯著下滑。 19 年初隨美中貿易戰現和解契機,全球股市現回檔反彈,帶動風險性資產上漲。

然而 5 月美國再起貿易戰戰火,因此油價重返跌勢,即使進入夏天用油旺季,但僅供油價支撐,上漲力道微弱。9 月沙烏地阿拉伯石油設施遭到攻擊,帶動油價單日暴漲,但隔日沙國表示影響程度不大,產量可快速恢復,油價隔日回跌至 60-70 美元區間。近幾月油價在需求疲軟及減產抵減下,報價平淡震盪。

(圖一) 近年布蘭特油價走勢



資料來源:第一金投顧

OPEC+厲行減產,未來可望維持減產規模但難以擴大

◆ OPEC+ 厲 行 減產,但難以擴大

2018 年年底 OPEC+達成減產協議(2019/7 月延長協議 9 個月至 2020 年 3 月),OPEC 減產 80 萬桶/日,非 OPEC 產油國將減產 40 萬桶/日,OPEC+合計減產 120 萬桶/日。 後續仍觀察 OPEC+是否能維持減產力道,OPEC 預計於 19 年 12/5-6 日召開會議檢討減產成效。市場傳聞沙烏地阿拉伯意圖擴大減產規模以因應美國頁岩油增產及推升沙特阿美 IPO 股價,但在俄羅斯態度曖昧及 OPEC 剩餘產能有限情況下,市場傾向於預期維持減產規模但難以擴大。

(圖二、三) 近年 OPEC 產量(萬桶/日) \ OPEC 主要產油國減產前後變化



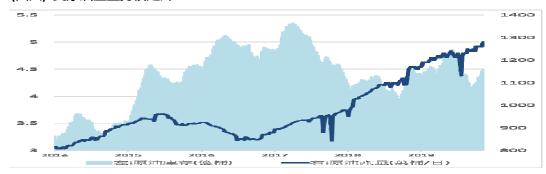
資料來源:第一金投顧彙總

◆ 美原油產量創歷 史新高,未來成長 增速可望趨緩

美原油產量持續創下歷史新高,未來成長增速可望趨緩

2018 年來在油價上漲帶動及新油管設備陸續完工背景下,美國原油產量持續創下歷史新高,截至 11/8 當周,美國國内原油產量增至 1280 萬桶/日。展望後市,全球經濟成長趨緩的情況下,預期用油需求下滑;儘管 19H2-2020 年美國將有更多新油道完工,約可運輸 180 萬桶以上原油,美原油產量仍具成長空間,但考量低油價(50-60 美元)將壓抑未來新增產能,因此美國原油成長增速可望趨緩。

(圖四) 美原油產量持續走升



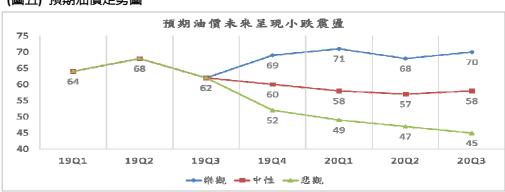
資料來源:第一金投顧彙總

結論

◆ 2020 年油價較 2019 年將呈現持 平平小跌 展望 2020 年,需求面在中美貿易戰延燒,全球經濟成長放緩,研究部預期全球原油需求量自 2019 年 10,090 萬桶增加至 2020 年 10,227 萬桶,增幅 1.4%。(2018 年增幅 1.7%、2019 年增幅 0.7%)。供給面部分,OPEC+減產規模難以擴大,但美國原油成長增速可望趨緩,預期全球原油供給量自 2019 年 10,087 萬桶/日上升至 2020 年 10,258 萬桶,增幅 1.7%。(2018 年 2.5%、2019 年 0.6%)

綜合以上,2019-2020年原油市場將在需求成長趨緩、供給增加背景下呈現過剩格局, 且過剩程度將加劇,但由於供給成長率趨緩,因此2020年油價較2019年將呈現持平至 小跌(布蘭特原油55-65美元區間)的情況,倘若原油維持穩定,或有利於相關及中下游之 塑化產業公司營收獲利乃至於股價之表現。

(圖五) 預期油價走勢圖



資料來源:第一金投顧彙總

金融產業分析

香港動盪下 台資金融機構因應與挑戰

車業襄理 邱岳霖

◆ 前言

香港自 6 月反送中抗争以來,社會與政府間的對立日漸增溫,雖香港擁有國際金融中心有其歷史淵源與條件,不過台灣金融機構應把握契機並拓展自身優勢來爭取台/外商的青睞,據 9 月全球金融中心指數,香港排名維持第三,不過在分數上次減少12 分,而台灣排名維持 34 名,分數上增加 11 分名,雖有改善但仍有很大進步空間,其中有幾項較為劣勢如稅率、薪資與金融開放等問題,政府也紛紛祭出政策改革,從先前的金融發展行動方案,到現在的境外資金回台專法與計畫鬆綁 OBU 與 DBU業務,顯示政府積極推動改革使台灣金融機構將更具有競爭力。

「逃犯條例」損害香港國際金融中心地位

◆ 香港國際地位 受到挑戰 「逃犯條例」修訂草案中,香港特區政府處理移交申請的單位為法院、行政長官,排除現行立法會的審議和監督,並交由行政長官作出移交命令的決定受司法覆核制衡,不過行政長官由中央人民政府任命,社會上認為其不會拒絕中國的要求。該草案建議移除對中國、澳門、台灣的地理限制,使香港可以利用「一次性」或「專案」的協議,把疑犯移交至中國和台灣各地;因此外界又稱之為「送中條例」,近 100 萬民衆於 6/9 走上街頭要求撤銷此法。

金管會推動金融發展行動方案,鬆綁相關業務以增進金融競爭力

◆ 台灣金融業改 革持續推動 台灣最大銀行-台灣銀行,2019年總資產規模僅 0.17兆美元,世界排名約 120-130名,而資本方面以中信銀第一類資本 97.5億美元最豐,世界排名 148名,由於銀行業是高度監管行業對其資本要求皆有嚴格限制,因此台灣銀行業規模小難以與國際大行進行業務競爭。為此金管會於 2018年中推出金融發展行動方案,其中對銀行業的目標是擴大規模與打造國際化理財平台,也降低金融業併購門檻(如資本計提優惠等)鼓勵民營金融機構進行整併以擴大規模,增加國際競爭力。此外目前金管會研擬鬆綁相關限制以增取市場資金青睞,擬開放境內企業可在 OBU 設立帳戶,企業就不用再繞道免稅天堂如 BVI(英屬維京群島),短期會先從外幣授信帳戶開始,第二階段擬朝存款帳戶方向,長期目標則類似新加坡的 ACU(Asian Currency Units 亞洲通貨單位)制度,不限身分,只看幣別,讓企業資金更能自由進出。此外金管會也打算放寬 OBU與 DBU 間資金能互相流動,未來台商資金不用再繞道,可直接將資金交給台灣金融機構打理。

(表一)金融發展行動方案

	銀行業	證券期貨業	保險業	金融科技
目標	●擴大金融機 構規模 ●打造國際化 理財平台	●兩年內股 市新增百檔 上市櫃	●三年內保障型及高齡化商品占比大於60% ●五年內微型保險累積承保人數高於100萬人 ●三年內保險業新增5+2 產業投資金額高於1,500億	●三年內每年 受理10件金融 創新實驗申請 案

資料來源:金管會、第一金投顧彙整

台灣成中美貿易戰受惠國,政府祭出低稅吸引台商資金回台投資

◆ 台灣成中美貿 易戰受惠國 聯合國貿易和發展會議(UNCTAD)報告顯示,美國上半年自大陸進口被加徵關稅的貨品減少了 350 億美元,當中受影響最大的是辦公室機器及通訊設備,導致美國物價上漲。而台灣今年上半年對美出口同比增加 42 億美元,主要即是辦公室和通訊設備,意外成為中美貿易戰的最大受益者,報告並未涵蓋最新一輪美國對陸開徵的關稅措施。根據經濟部統計,截至最新(10/24)共有 149 家企業響應回台投資方案,累計金額逾 6,223 億元,將帶來 5.49 萬個本國就業機會:其中,以電子業回台金額規模最大。經濟部預估,年底前台商回台投資金額有機會破 7,000 億元大關,且今、明兩年可望落實投資金額各為 2,000 億元。

(表二)台商回流金額前9大企業(單位:億元)

友達光電		407	<u>欣興電子</u> 265		和碩		149	
擴建桃園、台中的現有廠 房,導入智慧化產線生產 電競顯示器、大尺寸面板 等高附加價值產品。			在桃園山鶯廠區開發量 產2.5D 高階 IC 載板; 在桃園楊梅建置高度智 能化與綠能環保廠			在關渡興建研發中心、新店購入廠房 生產物聯網感測器、在桃園龜山兩處 生產基地新增產線與自動化設備		
日月光投	日月光投控 356			<u> </u>	165	<u>台達電</u> 132		2
在南部擴建新廠、添購自 動化機器設備、設置高階 製程產線			內湖擴大總部大樓及研發中心,中壢 電源零組件及汽車相關產品;台中以 機械手臂為主;台南以被動元件廠乾 坤及馬達產品為主					
廣達	330		國巨	165		晶碩光學		75
在高雄與桃園地區加碼投資330億元擴建廠房添購機 器設備,生產伺服器、電動車之零組件			擴建廠房與購置機器設備,以自動感測元件、 控制數位化方式生產			購入桃園大溪廠房,打造總部及生產 基地,建置高度自動化智慧產線		

資料來源:公司、第一金投顧彙整

◆ 台灣應把握此 契機

台灣應把握時代的契機,打造亞州籌資中心

惠譽於 9/18 調降香港主權評等至 AA,雖標普及穆迪尚未調降,不過未來若情勢惡外恐影響國際評級公司對香港調降評等,而這僅僅是一個序幕,未來需要面臨的是借貸成本上升,一些財務體質較差的公司可能出現財務鍛鍊等危機,因此台灣應把握時代的契機成為亞州籌資中心。台灣經濟研究院院長指出,香港動盪對新加坡受惠最大,而由於歷史淵源與條件使台灣短期內難以取代香港,不過發展「籌資中心」則是可行的選項。本國銀行業(含 OBU) 2019 年 9 月底總放款餘額 31 兆,存放比 75.4%,處於歷史低點位置,顯示銀行業資金去化嚴重(19Q2 存放利差 1.32%),若不考慮日常營運資金,銀行業還有近 10 兆的資金可以使用,台灣游資充沛且利率較低可望吸引資金需求者前來,將台灣打造為亞州的籌資中心才是目前解決銀行困境之方法。

(圖一、二)國銀利差與存放比



資料來源:公司、第一金投顧量整

台灣經濟成長重返四小龍之首,台商資金與半導體業支撐明年成長動能

◆ 台灣經濟成長 重返四小龍之 首 雖然國際經濟成長有趨緩疑慮,但台灣受到去美化轉單影響,外銷接單優於鄰近各國,研預估下半年經濟成長率均可達 2%之上,在下半年經濟成長率優於預期下,預估 2019 年全年的 GDP 成長率至 2.3%。展望 2020 年,因貿易爭端仍存有不確定性,雖然國際貨幣基金(IMF)最新預測,全球貿易量將年增 3.7%,較 2019 年 2.5%擴增,加上台商回流對出口之正面效果持續挹注、國內半導體製造具領先優勢的製程啟動量產,以及 5G 行動通訊等新興應用持續發展,可望維繫出口動能,惟 2019 年下半年基期較高之下,預估明年經濟成長率將放緩至 2.20%。最新 9 月「全球金融中心指數」出爐,香港排名仍維持第三,不過在分數上較 3 月減少 12 分,而台灣排名維持 34 名,分數上增加 11 分名,雖有改善但離國際金融中心仍有很大進步空間。

鋼鐵產業分析

2019 年底前河北省需完成鋼鐵行業 1 億噸產能超低排放改革

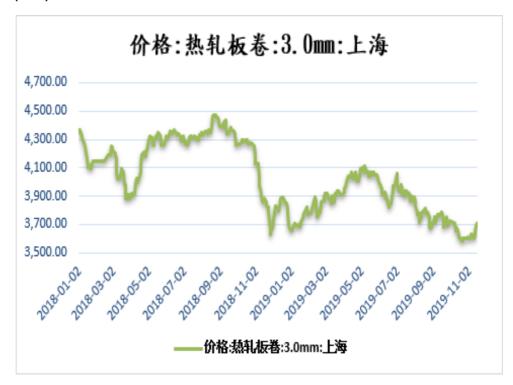
研究部

◆ 中國鋼鐵產業變 化

實武鋼 12 月盤價開平

先前中國生態環境部公布的《京津冀及周邊地區 2019-2020 年秋冬季大氣污染綜合治理攻堅行動方案》中,明確對於包括鋼鐵、焦化等較具污染行業,實施嚴格評分辦法,並對鋼鐵行業實施超低排放改革政策,包括設定於 2019 年底前,河北省需完成鋼鐵行業 1 億噸產能超低排放改革,另外山西省需完成 1500 萬噸鋼鐵產能超低排放改革。而寶武鋼 11 月上旬開出 12 月盤價,包括主力熱軋、冷軋鋼品多以平盤開出,有助於年底鋼價維持平穩。

(圖一) 熱軋走勢圖



資料來源:Wind、第一金投顧彙總

非中國地區鋼鐵需求崛起

印度 2020 年鋼材需求將超越美國,而越南 2020 年鋼材需求將達 2500 萬噸,正式晉升全球用鋼大國。全球製造業正加速由中國大陸紅色供應鏈移轉至印度、越南等新興國家之非紅色供應鏈,帶動相關市場用鋼需求。

(圖二/三) 中國主要城市鋼鐵價格/2020 年預期各國用鋼量排名



TOP 10 (2020)					
Country	Steel demand [Mt]				
China	909.1				
India	108.7				
United States	101.2				
Japan	64.1				
South Korea	54.2				
Russia	43.9				
Germany	37.8				
Turkey	27.7				
Italy	27.5				
Vietnam	25.3				

資料來源:Wind、WSA、第一金投顧彙總

◆ 鐵礦石價格轉弱

鐵礦石報價於 80~90 美元區間整理 煉焦煤報價維持弱勢 鎳價高檔下挫

受需求疲弱影響,近期鐵礦石報價於 80~90 美元區間整理,自 11 月上旬的 95~85 美元下跌至 11 月下旬的 80 美元附近;而普氏煉焦煤價格 11 月多於 135~150 美元/公噸狹幅震盪;而鎳價自高檔滑落,跌破 15000 美元。

(圖四) 鐵礦石、鎳報價走勢圖





資料來源:Wind、第一金投顧彙總

結論與建議

2019年預期中國整體包括汽車、家電、房市景氣趨緩,鋼品需求下滑,中鋼 19Q1 稅後 EPS 0.23 元,而公司 19Q2 稅後 EPS 0.23 元持平,中鋼 5/24 開出 19Q3 内銷盤價,受到下游客戶需求不佳及國際鋼價走勢疲弱影響,整體降幅較預期高,公告第三季合併營收 907 億、QoQ-4%、YoY-12%,稅後 EPS 0.14 元;受到美中貿易戰不確定因素影響,中鋼 19Q4 盤價主力鋼品多數以平盤開出,10 月合併營收 277 億,低於預期;因此調整中鋼預估 2019 年合併營收為 3710 億、YoY-7%,稅後 EPS 0.65 元,2020 年合併營收為 3650 億、YoY-2%,稅後 EPS 0.62 元;考量中鋼獲利將面臨壓力,綜合以上,給中立建議,目標價 22.4 元(依 20PBR 1.1X 計算)

中鴻 19H1 稅後 EPS 0.25 元,受到中鋼下調 19Q3 内銷盤價,中鴻也調降 2019 年 7 月 内銷盤價,其中熱軋降幅 2.77%,另外外銷價格每公噸則下調 15 美元;但受到鐵礦石報價上漲成本推升,中鴻 8 月内銷盤價轉漲,不過隨著需求維持平淡及進口低價熱軋衝擊,中鴻 9 月盤價開出平盤,而公司公告 19Q3 合併營收 94.4 億、YoY-27.3%,毛利率受成本高漲影響為 2.48%,低於預估值 4.12%,稅後 EPS 為 0.04 元;第四季鋼價走勢維持疲弱,10 月盤價全面調降,11 月盤價續跌,第四季獲利預期將續減,預估 2019 年合併營收 404 億、YoY-16%,稅後 EPS 0.2 元,預估 2020 年合併營收 391 億、YoY-3%,稅後 EPS 0.24 元,綜合以上,給予中立投資建議,目標價 9.5 元(依 20PBR 0.9X 計算)。

市場重大行事曆(2019/1201~2019/1231) 星期二 星期三 星期一 星期四 星期五 2 4 5 6 股東會佳得 股東會博蘇、全銓 股東會翔耀、奕智博 股東會新唐、天揚 9 12 10 11 13 股東會奇邑 股東會太普高 股東會紘通 股東會悠克 股東會康那香 16 17 19 20 18 股東會 中茂 股東會凱鈺 股東會宜進 23 24 25 26 27 股東會 大略-KY 股東會 敏成 股東會 股東會 西柏 30 31