



康和證券集團

康和證券投資顧問(股)公司

證券·投信·期貨·投顧·期經·保代 全方位理財服務

永固-KY(5546 TT)

新股掛牌

台灣股市 | 營建材料產業

個股報告

2020-04-20

立足重慶、劍指大西南，技術優異具成長潛力之基建受惠概念股

■ 結論與建議

永固集團公司(以下簡稱：永固-KY)深耕重慶地區混凝土業務逾二十年，因其技術優異、混凝土產品品質良好及穩定度高，受到大型國企或民間企業等主要客戶青睞，參與重慶地區主要大型基建工程，於混凝土市場具備強大之銷售實績與良好之行銷口碑。

永固-KY 公司藉由技術優異、產品品質良好，穩步提升既有重慶區域混凝土業務市占率，並透過上下游整合、自有產能提升及跨區營運等三大策略，劍指中國大西南區域混凝土業務之龐大商機，預期未來營運成長可望明顯受惠於中國政府積極推動基礎建設之計劃，為典型之基建受惠概念股。

股價資訊

掛盤價(元)

總市值(億元)

股本(百萬元)

一年高/低價

月成交均量(張)

月成交均價(百萬元)

■ 重點摘要

混凝土產品穩定性佳，於重慶地區基建與房地產市場具銷售實績與口碑

永固-KY 公司生產混凝土產品之產品強度及穩定性佳，產品品質皆優於市場規格標準，加上跨入上游粉磨站、提高材料自給率之材料供給優勢，因此在生產材料成本結構優勢下，整體成本控制與產品價格競爭可望優於競爭同業；因此於重慶地區主要相關大型建築工程、公路工程、橋梁、隧道、水利等所需之混凝土產品皆可見到公司之供應實績，在重慶地區基建及房地產混凝土產品市場具備強大之銷售實績及良好之行銷口碑。

疫情衝擊不大，攪拌站復工進度符合預期，二季度營運展望樂觀

2020 年初以來雖有新冠肺炎疫情蔓延及春節假期較長衝擊，影響下游營建工地實際復工進度，但首季度獲利率表現仍可略優於去年整體表現；由於 3 月下旬起下游營建工程陸續復工，疫情衝擊明顯淡化，梅雨季節影響程度也回歸正常，整體二季度營運展望趨於樂觀，下半年進入營運出貨旺季之後，整體營收規模及獲利能力可望具備持續成長潛力。

上下游整合、產能提升計畫同步進行，營運具成長潛力

永固-KY 公司目前於重慶混凝土市場市占率排名前五大，由於前五大供應商除位居首位之大型國企市占率逾 20% 之外，排名第二位至第五位廠商市占率差異不大，永固-KY 公司持續進行上下游整合、擴充混凝土產能，短期營運將以達到重慶地區混凝土業務市占率排名第二位為努力目標。

立足重慶、劍指大西南，典型基建受惠概念股

永固-KY 公司目前於重慶混凝土市場已站穩腳步，由於重慶市為中國「一帶一路」計劃起點，並具備大西南地區廣大腹地之有利位置，公司計畫透過同業購併方式進軍大西南區域之跨區經營模式，搭配目前中國政府之大西部開發計畫及為提振相關經濟景氣，持續積極推動相關基礎建設計劃，可望帶動公司營運持續成長契機，永固-KY 公司已成為典型之基建受惠概念股。



康和證券集團

康和證券投資顧問(股)公司

證券·投信·期貨·投顧·期經·保代 全方位理財服務

	2016	2017	2018	2019
營收(百萬元)	2,693	3,056	4,968	6,123
YoY(%)	--	13.50	62.54	23.25
毛利率(%)	20.96	18.17	16.72	14.77
營業利益率(%)	16.72	12.69	12.87	10.70
稅後淨利(百萬元)	328	269	446	463
YoY(%)	--	-18.15	66.13	3.76
基本 EPS(元)(註 1)	5.25	4.30	6.92	7.14
稀釋 EPS(元)(註 2)	4.28	3.50	5.82	6.04

註 1：基本 EPS(元)以公司年度財報公告數據為主(依照年度加權平均股本計算)

註 2：稀釋 EPS(元)則以掛牌後預期股本增至 7.6725 億元回溯計算

■ 公司簡介

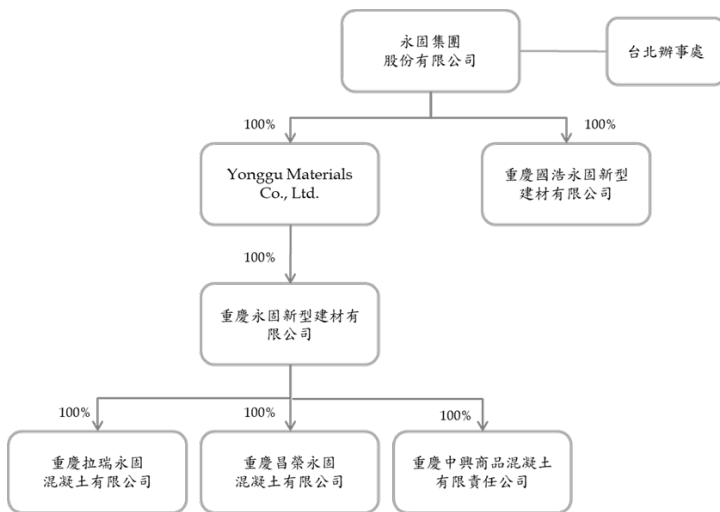
永固-KY 公司專注於重慶地區之混凝土產品產銷已逾 20 年

永固-KY 公司成立於 1999 年，集團主要營運地區為中國大陸重慶地區，集團旗下共有 5 家子公司，擁有 4 個大型的混凝土攪拌站和 1 個粉磨站。產品 100% 內銷重慶地區，營業項目為生產及銷售混凝土、環保型水泥製品、不同比例的混合料、純熟料粉、精磨粉煤灰及石粉等，公司所生產之混凝土及泵送混凝土技術，皆廣泛應用於重慶地區多項重大建設及建築材料之中，主要銷售客戶為重慶建工、中國建築、中國中鐵及中國鐵建等。

永固-KY 公司核心為註冊於英屬開曼群島之境外控股公司

永固-KY 股份有限公司係 2016 年 5 月 27 日註冊設立於英屬開曼群島之境外控股公司，亦為來臺申請第一上市之主體。旗下主要據點分別為 1999 年 1 月 18 日設立於中國大陸重慶市之子公司重慶永固新型建材有限公司、2004 年 3 月 4 日設立之重慶拉瑞永固混凝土有限公司、2009 年 7 月 16 日設立之重慶昌榮永固混凝土有限公司、2010 年 8 月 3 日設立之重慶國浩永固新型建材有限公司及 2012 年 3 月 6 日設立之重慶中興商品混凝土有限責任公司，永固-KY 公司主要母子公司架構如下圖所示。

圖表一、永固-KY 公司架構



資料來源：永固-KY 公司公開說明書 109/3/20

永固-KY 公司主要股權集中，前三大股東持股高達 76.94%

公司目前資本額為新台幣 6.8075 億元(預計 IPO 掛牌增資後，股本增至 7.6725 億元)，截至 2019/10/31，員工總人數為 281 人，經理人 42 人、一般職員 217 人、研發人員 22 人。主要股東為於塞席爾註冊之 Yonggu Group Co., Ltd.(持股比重達 48.87%)、董事長簡國釗(持股比重達 18.93%)及於薩摩亞註冊之 Hao Yuan Holding Co., Ltd.(持股比重達 9.14%)，累計前三大股東之股權比重合計高達 76.94%；前十大股東合計所占股權更高達 87.82%，股權相當集中。



圖表二、永固-KY 公司股權結構

主要股東名稱	股份 持有股數 (股)	持股比例 (%)	主要國籍或 註冊地
Yonggu Group Co., Ltd.	33,265,445	48.87	塞席爾
簡國釗	12,887,694	18.93	中華民國
Hao Yuan Holding Co., Ltd.	6,224,041	9.14	薩摩亞
黃錦勳	1,178,988	1.73	中華民國
林皇智	1,178,726	1.73	中華民國
超揚投資股份有限公司	1,132,750	1.66	中華民國
國泰創投股份有限公司	1,130,113	1.66	中華民國
群益創業投資股份有限公司	1,087,500	1.6	中華民國
簡卉羚	899,716	1.32	中華民國
Smart World Int'l Ltd.	800,000	1.18	塞席爾

資料來源：永固-KY 公司公開說明書 109/3/20

■ 產品介紹

混凝土產品主要應用為基建及房地產市場所需

永固-KY 公司營收占比中超過 99% 以上來自於混凝土產品事業，其餘則由粉末產品貢獻。混凝土主要是用水泥當作主要的膠凝材料，砂、石做為骨料，與水、外加劑和摻合料按適當比例配置，再經過一定時間硬化而成的複合材料，下游主要應用為基建與房地產行業。

圖表三、永固-KY 公司產品營收結構

單位：新臺幣仟元；%

產品	2017 年度		2018 年度		2019 年度	
	金額	營收比重	金額	營收比重	金額	營收比重
混凝土	3,055,085	99.96	4,952,215	99.68	6,110,059	99.79
其他	1,295	0.04	15,678	0.32	12,877	0.21
合計	3,056,380	100.00	4,967,893	100.00	6,122,936	100.00

資料來源：永固-KY 公司公開說明書 108/12/10 & 109/3/20

永固-KY 公司專注重慶內銷市場，參與重慶主城區 90% 之橋樑工程興建

公司產品主要供應內銷重慶主城區市場，重慶市受惠於中國大陸一帶一路、西部大開發、長江經濟帶及成渝城市群開發總體戰略部署，結合重慶市五大功能區域戰略等政策，加快重慶市主城區相關建設，以及重慶當地政局穩定，房地產買氣增加，建設公司推案意願增加，致使混凝土需求提升。公司主要產品廣泛應用於建築工程、公路工程、橋樑、隧道、輕軌、水利及特種結構之建設都可以看到其蹤跡。

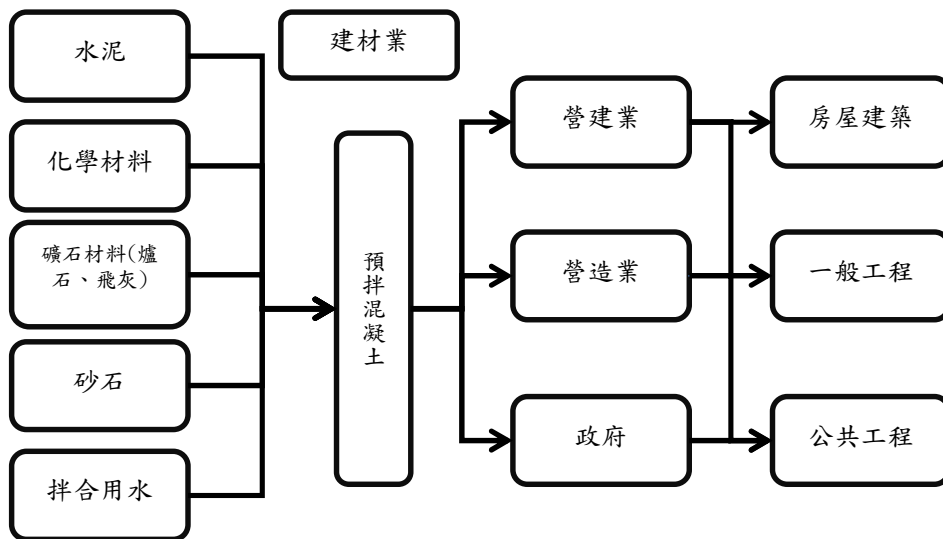
永固-KY 公司主要混凝土產品，最終完成作品多為重慶市知名地標，如「重慶環球金融中心」、「大坪隧道」、「重慶大劇院」、「寸灘長江大橋」、「重慶千廝門大橋」、「重慶渝中隧道」及「重慶輕軌」等。

■ 產業分析

預拌混凝土產業之上中下游關聯性極為密切

預拌混凝土產業屬於整體營建產業之上游建材產業，而建材產業之上下游相關次產業相當廣泛，包括提供石灰石、黏土、細砂等原材料之土石採取業、提供鐵渣及爐石等原材料之鋼鐵冶煉業、提供石膏及石灰石等原材料之非金屬礦業、提供飛灰及再生石膏等原材料之火力發電業等上游產業，以及混凝土製造過程中所需配合之電力供應業、氣體燃料供應業、運輸業等支援性產業；另直接需要混凝土供應的下游產業，則包括營建業、營造業與公共工程、一般工程施作等產業。

圖表四、預拌混凝土產業上中下游關聯性



資料來源：永固-KY 公司公開說明書 109/3/20

挽救下滑經濟景氣，中國基建需求將明顯高於房地產市場

2020 年初以來，受到新冠病毒由中國湖北省武漢市開始向外蔓延的影響，各省市開始進行小區管制、封城管制等相關動作，雖近期受管制城市及人數逐漸降低，但對於經濟景氣之影響或衝擊也逐步顯現，中國政府為提振持續下滑之經濟景氣，首要重點在加快各省市工業廠區復工復產動作以及擴大內需消費市場，並加速推動國家規劃已明確的重大工程和基礎設施建設。政策上房地產市場將維持往年基調，以維護房地產市場平穩健康發展為主要目標，不會將房地產作為短期刺激經濟的手段；基礎建設部分則針對已提前下達部分 2020 年新增地方專項債的額度，並在中央政治局會議明確表示將新基建、農村建設為重要發展目標，因此預期 2020 年中國基建需求可望明顯擴張；以水泥大數據研究院資料顯示，近年中國 GDP、基建及房地產市場增速，明顯帶動混凝土市場規模擴張與產能擴充，判斷 2020 年混凝土市場仍可維持雙位數以上穩定成長增速。

圖表五、基建、房地產市場明顯帶動混凝土市場擴張與產能擴充

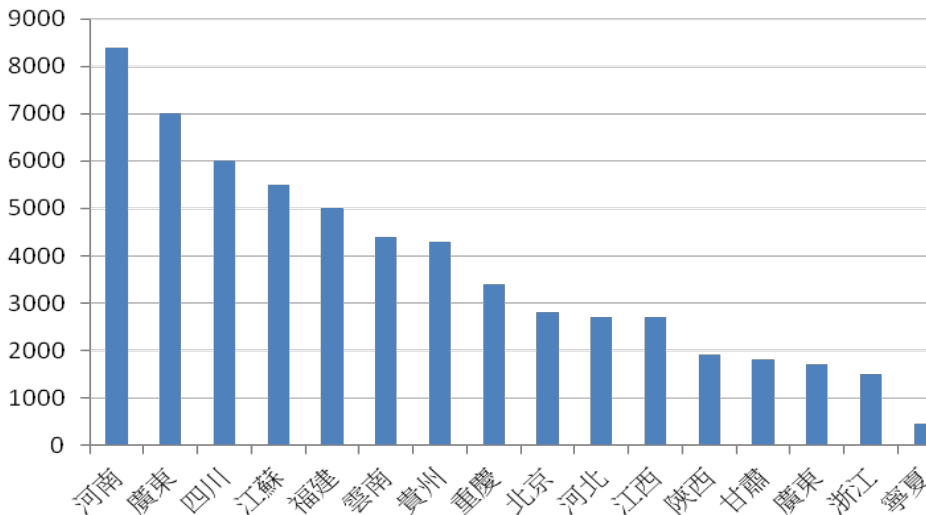
	2018年	2019年	預計2020年	2020年預期調整
GDP 增速 (%)	6.4	6.1	6.0	5.5-6.0
基建投資增速 (%)	3.8	3.8	5-7	8-10
房屋新開工面積增速 (%)	17.2	8.5	-5到2	-5到-10
房屋施工面積增速 (%)	5.2	8.7	4.2-4.5	4
房屋竣工面積增速 (%)	-7.8	2.6	3-6	4-7
規模以上企業商混產量 (億方)	17.96	25.5	24-25	23.5-25
同比 (%)	12.4	14.49	14.20	13.28

資料來源：水泥大數據研究院

發改委 2020 年重大投資計劃，總投資額增加 +43.88%

統計中國 22 省發改委發佈各省 2020 年重大項目投資計劃，總計有 12901 項。14 省項目總投資 35.97 萬億人民幣 (2019 年 13 省總投資 25 萬億人民幣)，主要投資重點包含基礎設施、民生改善、產業升級等，基建的總投資金額大幅增加 +43.88%，將有利於營建、營造及工程等相關產業之需求大幅提升，其中具關鍵需求之混凝土產品之需求亦將大幅度被激發，產業發展前景穩定且偏向樂觀。

圖表六、發改委 2020 年重大投資計畫投資金額(依照省份，單位：億人民幣)



資料來源：大數據水泥網

重慶市處於大西部開發計畫樞紐位置，基建及房地產市場開發具成長潛力

重慶市於 1997 年改制為直轄市，為中國四大直轄市之一，且為中國唯一之內陸直轄市。重慶市所轄總面積達到 8.6 萬平方公里，人口總數高達 3200 萬人，為四大直轄市中人口最多、面積最大且目前所得水準仍較低之城市，重慶市僅主城區所占面積即高達 1.2 萬平方公里，已遠遠高於上海市總面積約 6000 餘平方公里；而重慶市雖為內陸城市，但在海陸空交通運輸條件上遠優於四川省

區之其他城市如成都市等，與其他三大直轄市相比，不論是天然資源、地理環境、交通運輸、人口紅利及未來發展潛力等亦不遜色。

相較於其他三大直轄市，目前重慶市民之平均所得基期較低的有利情況下，在未來重慶市民所得可望大幅提升的預期下，對於房地產市場需求提升速度與成長幅度亦值得期待。另外，重慶市同時也扮演中國重大建設計畫「一帶一路」之計畫起點以及整個大西部開發計畫重要樞紐之有利位置，因此可預期中國政府可望持續挹注龐大之基建資源；中長期來看，重慶市之基礎建設及房地產市場皆具有大幅成長潛力與條件。

2020 年以來水泥價格趨穩，混凝土價格亦維持高檔水準

2020 年是中國全面建成小康社會和十三五規劃全面收官之年，也是各類建築目標完成之年，統計今年總產值將完成 5.7 萬億以上，這些雖都利於混凝土產業發展，由於新冠疫情明顯淡化，房地產市場發展也定調穩健發展，2020 年市場需求將偏向穩定方向，預計 2020 年全國混凝土價格將隨水泥價格呈現狹幅波動趨勢，同比約持平在正負 1.5% 區間。

混凝土一般來說價格主要跟隨主要原料水泥價格漲跌而調整，重慶水泥價格這兩年受惠供給側改革與下游房地產需求強勁，水泥(P.O.42.5 散裝級)價格自 2018 年以來皆在 400 RMB/噸以上，因此混凝土價格迄今亦受惠維持高檔水準。混凝土過往走勢，第一季度價格多處於跌勢，預計 2020 全年混凝土價格將呈現 U 走勢型，與 2019 年相近。

圖表七、西南混凝土價格指數



資料來源：WIND



■ 營運分析

永固-KY 公司深耕重慶主城地區多年，預拌混凝土產品之市占率達 6%

永固-KY 公司深耕重慶市主城地區，在當地有五座廠，2019 年產量約 260 萬立方公尺，在重慶主城區市占率約 6%，目前當地以國企的重慶建工、中冶建工合計占比約 20%最大、其次為民企的三聖實業占比 8%、四方新材 7%及永固-KY 公司占比 6%。

近年環保意識高漲及政府執照發放緊縮，混凝土市場之供需轉趨健康

混凝土產品之主要原料包含砂、石屬自然資源，所以業者設立攪拌站時，需考量資源取得與交通運送的問題，且受重量與競爭限制，一般經濟運送半徑約 30~50 公里，屬於典型的內需型產業，受下游營建與公共建設需求影響甚鉅。進入門檻相對上下游業者來得低，所以一般市場相對分散，小廠林立，但在中國因需政府給予牌照，屬特許型行業，且近幾年考量混凝土可能造成的環保與交通問題，對各地違規的攪拌站，被政府要求進行拆除或搬遷，使預拌混凝土行業整體供給有效削減，有利大型且合規業者後續營運發展或業績成長。

重慶目前市場較為分散，但因為需要生產牌照，主城區已都不發給，因環保合規的問題也陸續關停不合規之廠商，有利於永固-KY 公司(廠區皆合規)未來靠著自身成長與收購其他廠商，長線目標約兩成市占。

疫情衝擊不大，混凝土攪拌站復工進度符合預期，二季度營運展望樂觀

2020 年初以來雖有新冠肺炎疫情蔓延問題，影響下游眾多營建工地實際復工進度遞延，但首季度營運主要仍因春節假期較長之因素影響程度較大，整體出貨量及營收表現偏向淡季，因出貨價格不差，且 3 月起下游營建工地復工動作已恢復正常，首季度獲利率表現仍可優於去年整體表現；且預期 4 月以後整體營運展望將持續偏向樂觀，因新冠疫情衝擊逐漸淡化，5~6 月之梅雨季問題也回歸到往年影響程度，整體二季度營運展望趨於樂觀，營收及獲利表現將同步回復至以往正常成長水準。

上下游垂直整合及跨區營運計畫同步進行，營運具成長潛力

永固-KY 公司近幾年度發貨量，於重慶市主城地區預拌混凝土市場之市占率排名位居前五大之列，由於前五大預拌混凝土供應商除位居首位之大型國企公司市占率逾 20%排名穩居第一之外，排名第二位至第五位之單一供應廠商市占率皆僅位於 6~8%之間，以公司持續進行上下游整合如擴增粉磨站運營規模、增加材料自給率，擴充整體混凝土生產及發貨產能規模，提升預拌混凝土生產及銷售產能水準，甚至考量以目前公司自有資金及增資資金部位，透過有效之同業併購計畫，進行中國大西南區域之跨區經營模式，以中國大西南地區廣大腹地及未來相關城區開發之龐大需求，可望再帶動永固-KY 公司另一波新的營運成長動能；因此短中期永固-KY 公司整體營收規模及獲利能力皆可望具備持續成長潛力。



立足重慶、劍指大西南，典型基建受惠概念股

永固-KY 公司深耕重慶市主城地區混凝土市場逾 20 年，目前營運已於重慶主城地區混凝土市場逐步站穩腳步，未來隨重慶市主城地區基建與房地產市場大量開發，業績、營運規模及市占率同步持續成長之機會甚高。由於重慶市為中國近年推動重要大型開發計畫「一帶一路」之計劃起點，具有大西部地區經濟開發之重要戰略地位，更具備大西南地區廣大經濟腹地之有利位置，公司計畫透過同業購併方式進軍大西南區域之跨區經營模式，複製其混凝土產銷業務於重慶市主城地區之業績成長模式，並搭配目前中國政府之大西部開發計畫以及中國政府為提振目前受到疫情影響之相關經濟景氣下滑衝擊，首要政策在於持續積極推動相關基礎建設計劃，可望帶動公司混凝土業務營運持續成長契機，以永固-KY 公司以往生產技術優異、產品品質良好的有利條件之下，已成為典型之基建受惠概念股。

■ 同業分析比較

永固-KY 公司與力泰經營區域不同，未來成長潛力差異大

永固-KY 公司專營預拌混凝土業務，主要營業區域為重慶市主城地區；於國內混凝土市場之經營型態較為類似的是力泰建設(5520)及國產實業(2504)之預拌混凝土事業部門。

其中成立於 1976 年之預拌混凝土老牌公司力泰建設，其營運規模遠低於永固-KY 公司，且總部設立於台北市，主要營運據點為位於台北市士林區及新北市汐止區等兩處預拌混凝土生產站，且因預拌混凝土產品短時間易凝固之產品特性，主要業務服務區域以台北市、新北市及基隆市等台灣北部區域為主，與永固-KY 公司專注於中國重慶主城地區混凝土產品之產銷，在預拌混凝土產能規模、下游市場規模、市場未來成長性等各面向皆有明顯之落差。

相較於國內龍頭廠國產實業經營多元化，永固-KY 公司專注於混凝土事業

國產實業股本高達 138.5 億元，營運規模遠高於永固-KY 公司；國產實業之預拌混凝土業務為台灣第一大供應商，於台灣市場之市占率高達 16~18%，年產量 650 萬立方米(遠高於永固-KY 公司之年產 260 萬立方米)。長期目標為市占率提高至 20%，預計銷量提升至年產 800 萬立方米，主要將透過併購動作進行。目前台灣預拌混凝土前三大廠(國產、台泥、亞泥)市占率共 40%；由於台灣預拌混凝土市場成長有限及同業競爭激烈，2017、2018 年市場需求不佳，混凝土業者無法轉嫁砂石、運輸成本的上揚，國產實業毛利率僅 6.4%、4.1%，2019 年隨售價提升，全年毛利率有機會達到 7.5% 之水準。而相較於國產實業也跨足水泥產業及南港廠土地開發業務之多元化經營模式，永固-KY 公司則持續專注於預拌混凝土事業領域。

圖表八、永固-KY 公司同業分析比較

單位：新臺幣仟元；人民幣仟元

公司名稱	資本額	2019 年度 合併營業額	主要產品類別
永固-KY 公司	680,750	6,122,936	生產及銷售混凝土、環保型水泥製品、不同比例的混合料、純熟料粉、精磨粉煤灰及石粉
力泰建設 (5520)	603,152	2,106,749	預拌混凝土
國產 (2504)	13,850,003	18,783,322	預拌混凝土、不動產買賣及出租
西部建設 (002302)	CNY1,262,354	CNY16,653,729(註)	商品混凝土、水泥、乾混砂漿的生產和銷售，對外維修、監測服務
三聖股份 (002742)	CNY432,000	CNY2,207,390(註)	商品混凝土、減水劑、膨脹劑、硫酸

資料來源：公開資訊觀測站、各公司年報及該公司 2019 年度經會計師查核簽證之合併財務報告；註：中國地區公司合併營業額統計至 2019 年 3Q



評等說明

- 1) 買進/Buy：我們對該評價個股未來展望正向，並預估於未來 12 個月投資期間，潛在上漲空間大於 15%
- 2) 中性/Neutral：我們對該評價個股未來展望持平，並預估於未來 12 個月投資期間，潛在上漲空間小於 15%
- 3) 未評等/Not Rated：至目前我們沒有足夠基本資料判斷該公司評等；或此期間康和與該公司有特定交易，基於規範或康和政策，限制予該公司評等

免責宣言：

本投資報告內容屬康和投資顧問股份有限公司版權所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。本研究報告所載內容，純屬研究性質，所載述意見可隨時予以更改或撤回並不另行通知，僅提供康和集團內部同仁及客戶參考，文中所載資訊或任何意見，不構成(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。報告內容所提及之各項業務、財務等相關資訊、意見及預估，係取材自據信為可靠之資料來源，既不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性做出任何陳述或保證，且報告係基於特定日期所做之判斷，有其時效性限制，如有變更，本公司將不做預告或更新。對於本投資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，投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。