

個股報告

2012年2月7日

名稱(代碼)	評等	投資建議
宏全(9939)	買進	<ul style="list-style-type: none"> ● 回顧宏全2011年營收金額65.01億元，YoY+2.18%，IBTSIC推估稅後盈餘12.22億元，YoY-2.81%，稅後EPS 4.70元。 ● IBTSIC預估宏全2011年股利政策，EPS預估值4.7元，股利發放率60%計算，推估現金股利2.8元，現金殖利率4.4%。 ● IBTSIC推估宏全中國大陸2012年營收金額74~78億元，YoY+31.0~38.1%，貢獻宏全獲利金額4.7~5億元，YoY+88~100%。 ● IBTSIC推估宏全東南亞2012年營收金額22~24億元，YoY+51.7~65.5%，貢獻宏全獲利金額2~2.2億元，YoY+33.3~46.7%。 ● IBTSIC推估宏全2012年營收金額69.5億元，YoY+6.91%，稅後盈餘15.07億元，YoY+23.27%，稅後EPS 5.8元。 ● 投資建議：買進，目標價PBR 2X(以2012年底淨值40.75元為計算基礎)。

前次評等

買進

洪國峰 titan.horng@ibts.com.tw 分機：2117

營運分析

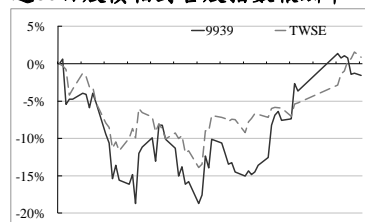
公司基本資料

收盤價 (02/06/2012)	63.50
股本(百萬)	2,598
負債比(%)	18.58
總市值(億)	165.00
近20交易日均量(張)	1,616
融資餘額 (02/06/2012)	3,765

公司簡介

宏全成立於1969年，資本額25.98億元，為國內最大專業瓶蓋、寶特瓶等飲料生產廠商，擁有超過30年以上經驗，主要生產飲料食品包材與電子包材，飲料食品包材如瓶蓋、標籤、保特瓶與各類飲料代工。宏全持續發展in-house策略聯盟業務，將包材與填裝工作移至客戶廠區進行，就近生產來大幅降低客戶運費與貨物稅，及本身倉儲成本與土地租賃費用。

近60日股價相對台股指數報酬率



另外宏全營運模式採用保障式接單生產，與客戶簽定保證量合約，維持本身訂單的穩定度。宏全主要原料為聚酯粒，占總成本55~60%，主要上游聚酯粒供應商為新紡、南亞、遠東新等；下游主要客戶有統一、台灣菸酒、可口可樂、百事可樂、愛之味、泰山、大西洋、維他露與黑松等。

產能概況

宏全生產基地遍布台灣、中國大陸、泰國、印尼、越南、馬來西亞，合計全球生產基地達37個，其中台灣12處、中國大陸16處與東南亞9處；In-house廠方面有20個，其中台灣7處、中國大陸8處與東南亞5處。宏全產能每年皆有20~30%增幅。

近20日融資變化及法人買賣超(張)

融資	98
投信	2,814
自營商	707
外資	-1,845

資料來源：IBTSIC彙製

台灣產能方面，塑蓋2011年年產能35億個；標籤2011年年產能為12億片；PET瓶(含瓶胚)2011年年產能14億支；飲料代工2011年產能0.12億箱。展望2012年，在台中梧棲無菌二廠正式1Q12投產，將增增飲料代工年產能600萬箱，屆時台灣飲料代工年產能將增加至0.18億箱，YoY+50%。

個股報告

2012年2月7日

中國大陸產能方面，塑蓋 2011 年年產能 115 億個；標籤 2011 年年產能 42 億片；PET 瓶(含瓶胚) 2011 年年產能 43 億支；飲料代工 2011 年年產能 1.5 億箱。展望 2012 年，宏全將致力提升中國大陸產能利用率，不再配合客戶盲目增產，預期產能將與 2011 年相同。

東南亞產能方面，塑蓋 2011 年年產能 26 億個；標籤 2011 年年產能 12 億片；PET 瓶(含瓶胚) 2011 年年產能 8 億支。展望 2012 年，在泰國佛統廠馬來西亞 Cocoaland 已於 2H11 正式投產，加上越南瓶胚與塑蓋廠預計 1Q12 正式投產。IBTSIC 預估塑蓋 2012 年產能達 32 億個，YoY+23.1%；標籤 2012 年年產能達 14 億片，YoY+16.7%；PET 瓶(含瓶胚)2012 年年產能 10 億支，YoY+25%。

綜合來說，宏全塑蓋 2012 年年產能達 182 億個，YoY+3.4%；標籤 2012 年年產能達 68 億片，YoY+3.0%；PET 瓶 2012 年年產能達 67 億支，YoY+3.1%；飲料代工 2012 年年產能將達 1.68 億箱，YoY+3.7%。

表一、宏全產能概況

產品別	台灣(年產能)		中國大陸(年產能)		東南亞(年產能)		2012年YoY (%)
	2011年	2012年	2011年	2012年	2011年	2011年	
塑蓋	35億個	35億個	115億個	115億個	26億個	32億片	3.4%
標籤	12億片	12億片	42億片	42億片	12億片	14億片	3.0%
PET瓶(瓶胚)	14億支	14億支	43億支	43億支	8億支	10億支	3.1%
飲料代工	0.12億箱	0.18億箱	1.5億箱	1.5億箱	-	-	3.7%

資料來源：IBTSIC 彙整

● 台灣地區營運概況

宏全台灣地區主要有 12 個生產基地（分別位於台中工業區、台中梧棲與台南等），7 個 In-house 廠（分別為統一瑞芳、統一楊梅、可口可樂燕巢、可口可樂桃園、真口味龍泉、黑松中壢與光泉嘉義）。主要客戶為統一、可口可樂、台灣菸酒、維他露與黑松。

回顧 2011 年，宏全台灣廠受到塑化劑事件衝擊飲料市場，導致下游客戶紛紛減少包材訂單，導致宏全 2011 年營運成長不如預期，宏全 2011 年全年營收金額僅 65.01 億元，YoY+2.18%；營業利益 11.10 億元，YoY-2.64%。

**個股報告**

2012年2月7日

展望 2012 年，台中梧棲二廠新廠在 4Q11 正式投產，初期第一條生產線以飲料代工為主，年產能為 600 萬箱，預計梧棲無菌二廠新廠貢獻年營收金額 4~5 億元。另外宏全將持續增加外銷比重(外銷比重 10% 增加至 15~20%) 與增加客戶滲透率(台灣菸酒滲透率 20~25% 增加至 30~40%) 為營運目標。IBTSIC 預估宏全 2012 年營收金額 69~72 億元，YoY+6.1~10.75%，全年毛利率落在 26.5~28% 水準，營業利益 11.5~12.5 億元，YoY+3.6~12.6%。

表二、台灣地區客戶排名

台灣排名	1	2	3	4	5
2010年	統一	可口可樂	台灣菸酒	維他露	黑松
2011年	統一	可口可樂	台灣菸酒	黑松	維他露

資料來源：IBTSIC 彙整

- **中國大陸地區營運概況**

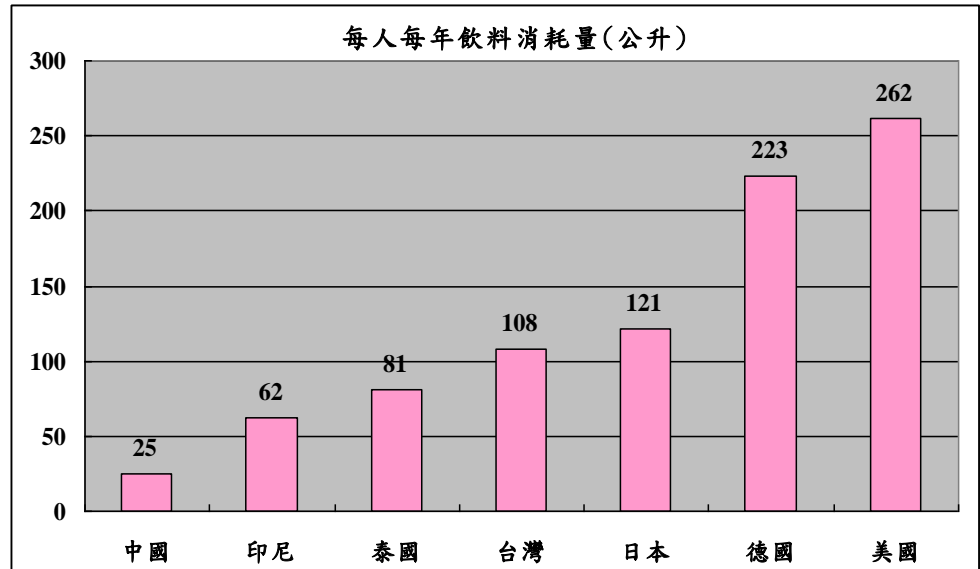
宏全在中國大陸業務主要以持股 100% 的子公司宏全控股，再藉由宏全控股成立孫公司宏全中國(持股 52.33%) 來經營營運。宏全中國近年來積極擴廠，目前已在中國大陸有 15 處生產基地(分別為蘇州、湖南長沙、山西太原、山東濟南、浙江寧波、廣東清新)、8 個 In-house 廠(可口可樂上海、金麥長春、可口可樂天津、統一鄭州、可口可樂西安、百事天津、百事昆明)。

根據 Euromonitor 統計資料顯示，美國每人每年在飲料消耗量為 262 公升、德國每人每年飲料消耗量為 223 公升，日本每人每年飲料消耗量為 121 公升、在台灣方面，每人每年飲料消耗量為 108 公升，在中國大陸方面，每人每年飲料消耗量僅 25 公升，而中國大陸消費人口僅為 4 億人，尚有 9 億人口尚未進入飲料消費市場，預計每年消費人口可望有 15% 幅度增加中。

近年來中國大陸隨著經濟快速成長，飲料市場也呈現同步成長，觀察 2003~2009 年中國大陸飲料銷售量成長率皆在 20%，預期 2010~2015 年中國大陸飲料市場每年皆有 15~20% 成長，其中茶飲料年增率為 30%、果汁飲料年增率為 20%、碳酸飲料年增率為 10%、果奶與咖啡飲料年增率 25%。對於飲料包材的宏全來說，營運可望持續成長。

**個股報告**

2012年2月7日

圖一、飲料人均消費量

資料來源：IBTSIC 彙整

回顧 2011 年，宏全接獲中國大陸蒙牛飲料包裝材料訂單，03/2011 在山西太原廠正式投產，加上天津百事可樂與昆明百事可樂 In-house 廠分別在 12/2010 與 02/2011 陸續開始營運，以及鄭州塑蓋 In-house 廠在 03/2011 正式投產，雖然宏全陸續接獲上述公司包材訂單，但受到塑化劑事業在中國大陸逐漸蔓延，各飲料廠對台灣包材存疑，紛紛減少訂單量，導致宏全中國大陸營收成長幅度不如預期。回顧 2011 年，宏全中國大陸營收金額 56.5 億元，YoY+21.2%，全年平均毛利率落在 12%，宏全持股宏全中國 52% 計算，貢獻宏全獲利金額 2.5 億元，YoY+66.7%。

展望 2012 年，宏全將致力提升產能利用率為主要目標。另外也續拓展新客戶，如福建閩中 1,800 萬箱飲料代工訂單(貢獻年營收金額 8~10 億元)。另外山西太原廠、鄭州塑蓋、天津百事、昆明廠、西安廠 In-House 廠開始一整年度營運，IBTSIC 推估宏全中國大陸 2012 年全年營收金額 74~78 億元，YoY+31.0~38.1%，全年平均毛利率落在 12~13%，宏全持股宏全中國 52% 計算，貢獻宏全獲利金額 4.7~5 億元，YoY+88~100%。

表三、中國大陸地區客戶排名

中國大陸排名	1	2	3	4	5
2010年	統一	可口可樂	百事可樂	今麥郎	麒麟
2011年	統一	可口可樂	百事可樂	今麥郎	張博士

資料來源：IBTSIC 彙整

個股報告

2012年2月7日

● 東南亞地區營運概況

宏全在中國大陸業務主要以持股 100% 的子公司宏全控股，再藉由宏全控股成立孫公司宏全亞洲(持股 100%)來經營營運。宏全亞洲有 9 處生產基地(分別為泰國、馬來西亞與越南)、5 個 In-house 廠(泰國佛統、宏全印尼、宏全越南、宏全 FUTAMI 與宏全 COCOALAND 廠)。

東南亞市場主要以碳酸飲料與包裝水為大宗，在包裝材方面，先前主要以玻璃瓶與皇冠蓋為主流，在可口可樂與百事可樂快速導入 PET 瓶包裝後，帶動 PET 瓶使用量大幅成長。目前東南亞較無具規模的一貫化飲料包材充填廠，宏全已將專業一貫化廠生產經營模式帶動東南亞，預期帶動包材快速成長。

回顧 2011 年，宏全馬來西亞廠 COCOALAND 正式 07/2011 投產，但受到泰國水災影響，泰國三座生產基地中，有一座生產基地受到停電影響，導致宏全東南亞營運成長不如預期，但停工之泰國廠已於 12/2011 下旬復工。回顧宏全東南亞 2011 年營收金額 16.0 億元，YoY+14.28%，貢獻宏全獲利金額 1.5 億元，呈現持平。

展望 2012 年，馬來西亞廠為完整營運年度，加上越南瓶胚廠與馬來西亞瓶胚廠陸續在 1Q12 與 4Q12 正式投產。IBTSIC 推估宏全東南亞 2012 年營收金額 22~24 億元，YoY+37.5~50.0%，全年平均毛利率 14~16%，貢獻宏全獲利金額 2~2.2 億元，YoY+33.3~46.7%。

表四、東南亞地區客戶排名

東南亞排名	1	2	3	4	5
2010年	TC-PHARMACEVTICAL	ABC President	IMCO	OISHI	Thainumthip
2011年	OISHI	UNP	TC-PHARMACEVTICAL	Coca-cola	Thainumthip

資料來源：IBTSIC 彙整

個股報告

2012年2月7日

● 2011~2012年獲利預估

宏全2011年在台灣與中國大陸受到塑化劑事件，導致下游飲料客戶減少包材下單量；另外東南亞方面，受到泰國水災影響。上述事件皆為宏全2011年營運成長不如預期的主因。IBTSIC推估宏全2011年營收金額65.01億元，YoY+2.18%，營業利益10.97億元，YoY-3.78%，稅後盈餘12.20億元，YoY-2.81%，稅後EPS 4.70元。

展望2012年，宏全在台灣梧棲無菌二廠正式投入、中國大陸新客戶閩中1800萬箱飲料代工訂單、馬來西亞廠與越南廠正式投產，IBTSIC認為宏全2012年營運可望恢復正常成長幅度。IBTSIC推估宏全2012年營收金額69.5億元，YoY+6.11%，營業利益11.78億元，YoY+7.41%，稅後盈餘15.07億元，YoY+23.27%，稅後EPS 5.80元。

● 股利政策

宏全歷年股利政策，大都以現金股利為主，股利發放率60~68%間。回顧宏全2010年每股盈餘5.25元，配發現金股利3元，股利發放率57%。IBTSIC預估宏全2011年股利政策，EPS預估值4.7元，股利發放率60%計算，推估現金股利2.8元，現金殖利率4.2~4.6%。

表五、歷年股利政策表

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年(F)
每股盈餘(元)	1.88	1.50	3.87	4.53	5.25	4.70
現金股利(元)	1.00	0.80	2.00	2.50	3.00	2.80
股票股利(元)	0.20	0.20	0.30	0.20	0.00	0.00
股利發放率(%)	63.8%	66.7%	59.4%	59.6%	57.1%	59.6%

資料來源：IBTSIC彙整



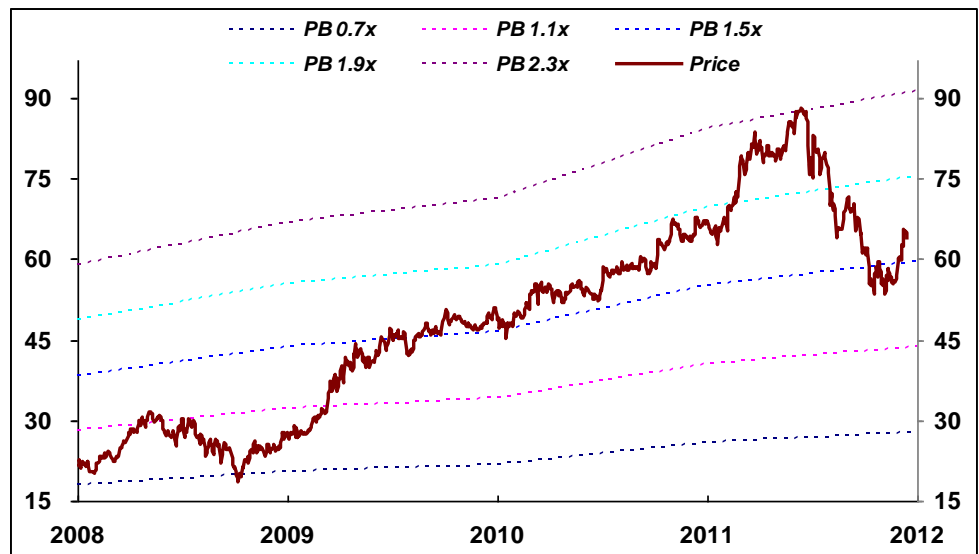
個股報告

2012年2月7日

● 投資建議：

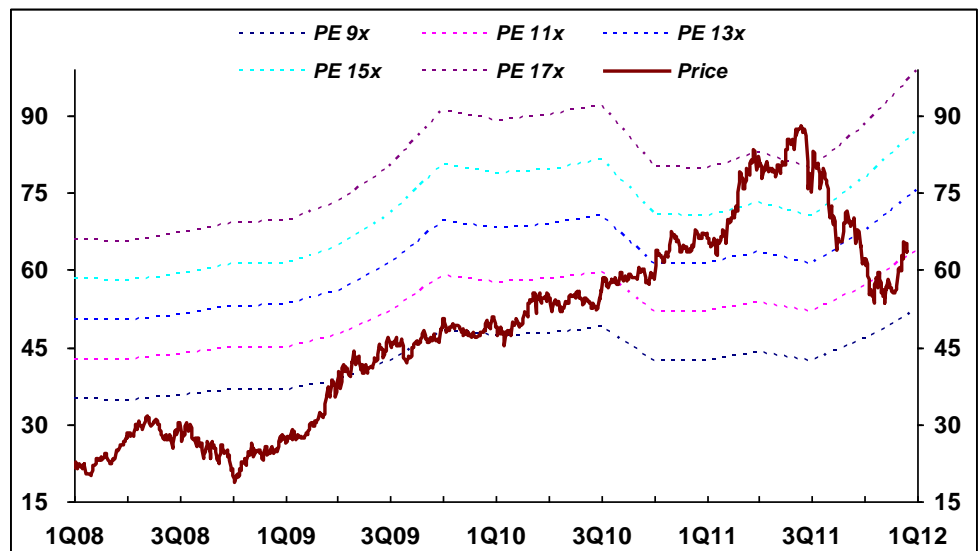
投資建議：買進，目標價PBR 2X（以2012年底淨值40.75元為計算基礎）。

圖二：宏全PB Band



資料來源：IBTSIC

圖三：宏全PE Band



資料來源：IBTSIC

個股報告

2012年2月7日

	2010	2011(f)	2012(f)	4Q11(f)	1Q12(f)	2Q12(f)	3Q12(f)	4Q12(f)
單位：佰萬元								
簡明損益表								
營收	6,362	6,550	6,950	1,530	1,396	1,826	2,040	1,688
毛利	1,706	1,759	1,875	378	340	530	600	405
營業費用	567	662	697	180	140	183	205	169
營業利益	1,140	1,097	1,178	198	200	347	395	236
業外收入	284	412	540	80	108	143	164	125
業外支出	32	120	25	110	5	6	5	9
稅前利益	1,392	1,388	1,693	168	303	484	554	352
稅後淨利	1,258	1,222	1,507	151	270	431	493	313
股本	2,398	2,598	2,598	2,598	2,598	2,598	2,598	2,598
稅後EPS (元)	5.25	4.70	5.80	0.58	1.04	1.66	1.90	1.21
經營效率(%)								
毛利率	26.82%	26.85%	26.98%	24.71%	24.36%	29.03%	29.41%	23.99%
營業利率率	17.92%	16.74%	16.95%	12.94%	14.33%	19.00%	19.36%	13.98%
稅前淨利率	21.89%	21.20%	24.36%	10.98%	21.70%	26.51%	27.16%	20.85%
稅後淨利率	19.77%	18.66%	21.68%	9.88%	19.32%	23.59%	24.17%	18.56%
季成長率(%)								
營收QoQ				-15.16%	-8.76%	30.80%	11.72%	-17.25%
毛利QoQ				-21.84%	-10.05%	55.88%	13.21%	-32.50%
營業利益QoQ				-26.97%	1.01%	73.50%	13.83%	-40.25%
稅前利益QoQ				-58.26%	80.36%	59.74%	14.46%	-36.46%
稅後淨利QoQ				-58.91%	78.35%	59.74%	14.46%	-36.46%
年成長率(%)								
營收YoY	18.13%	2.95%	6.11%	0.06%	-74.08%	-71.30%	-68.85%	-75.71%
毛利YoY	14.27%	3.06%	6.62%	2.91%	-77.23%	-68.94%	-65.88%	-78.40%
營業利益YoY	23.40%	-3.78%	7.41%	-10.12%	-78.35%	-69.56%	-63.98%	-79.97%
稅前利益YoY	23.67%	-0.29%	21.94%	0.33%	-73.09%	-65.24%	-60.10%	-79.21%
稅後淨利YoY	30.93%	-2.81%	23.27%	6.63%	-71.93%	-65.75%	-59.66%	-79.21%

資料來源：IBTSIC

訊息揭露及說明

- 本文件係僅供公司內部參考使用，資訊內容將力求正確，惟進行投資決策時，請投資人依據個人專業判斷，本公司不作任何資訊及獲利保證。
- 投資評等說明

評等	隱含報酬率空間
強力買進	> 50%
買進	30%~50%
區間操作	預期股價波動區間 < 30%
觀望	<ul style="list-style-type: none"> ● 建議降低持股 ● 近期股價將呈持平走勢 ● 無法由基本面給予合理評等