

個股報告

2012年3月30日

名稱(代碼)	評等	投資建議
台榮(1220)	買進	<ul style="list-style-type: none"> ● 台榮2011年營收為31.17億元，YoY+12.25%，稅後淨利為1.44億元，稅後EPS為0.81元。 ● IBTSIC預估台榮1Q12營收為6.01億元，YoY-11.84%，稅後淨利為0.2億元，稅後EPS為0.12元。 ● 傳統淡季將過，夏季來臨，飲品需求旺季可望帶動果糖需求增溫。 ● IBTSIC預估台榮2012年營收為32.78億元，YoY+5.16%，稅後淨利為1.38億元，稅後EPS為0.78元。 ● 投資建議：買進，目標價PBR1.1X(以2012年底淨值12.07元為計算基礎)。

首次評等

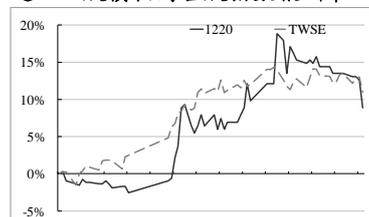
林秋香 mandy.lin@ibts.com.tw 分機：2661

營運分析

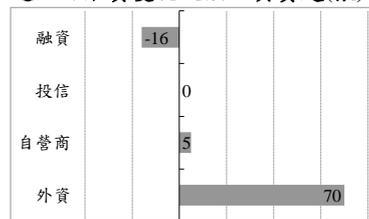
公司基本資料

收盤價 (03/29/2012)	10.50
股本(百萬)	1,771
負債比(%)	32.81
總市值(億)	18.60
近20交易日均量(張)	275
融資餘額 (03/29/2012)	2,226

近60日股價相對台股指數報酬率



近20日融資變化及法人買賣超(張)



資料來源：IBTSIC彙製

公司簡介

台榮主要產品為果糖、澱粉與飼料，台灣果糖需求穩定，台榮果糖市占率約33%，僅次於豐年果糖，玉米澱粉則為米粉的原料，其副產品尚有玉米胚芽油與玉米胚芽粉，台榮玉米澱粉市占率約60%；另外，台榮生產飼料已有30多年經驗，其飼料種類繁多，畜禽飼料與水產飼料皆有生產，若就產能而言，台榮飼料產品年產能12萬噸、果糖年產能5萬噸、澱粉年產能9萬噸，公司產品以內銷為主，僅有飼料少量外銷。

● 台榮2011年營收為31.17億元，YoY+12.25%，稅後淨利為1.44億元，稅後EPS為0.81元

就台榮產品而言，飼料除了水產飼料外，其他飼料的季節性不明顯，而冬天到春天，約當過年前時間，是水產飼料的淡季；飲料方面，每年暑假為傳統旺季，而1Q則為傳統淡季。回顧4Q11，因傳統旺季已過，台榮4Q11營收為7.77億元，QoQ-13.33%，YoY+1.69%，公司2011年營收31.17億元，YoY+12.25%，在轉投資公司-禾榮獲利貢獻約580萬元下，公司2011年稅後淨利為1.44億元，稅後EPS為0.81元。

● 大宗物資價格波動劇烈，故採購管理對公司毛利率影響大

就毛利率而言，於成本方面，台榮原料主要為黃豆與玉米，故成本受大宗物資波動影響大。台榮原料採購方式為先購買船票，於船票到期當日再購買原料，船運可分為大船與小船，大船6.5載量公噸、小船載量4公噸，為分散採購風險與維持原料新鮮度，台榮原料皆與同業合船共買，由於大宗物資每週波動劇烈，故採購辦法與平均採購成本對公司毛利影響大。



個股報告

2012年3月30日

售價方面，飼料價格調整困難度較高，果糖雖然競爭激烈，但成本轉嫁卻相對容易，因砂糖與果糖互為替代品，而目前砂糖價格仍佳，故果糖毛利率與銷售量表現穩定，整體看來，因大陸玉米需求缺口約600~700萬噸，預估玉米價格高價震盪趨勢不變，整體而言，台榮果糖毛利率仍將高於飼料產品。

- **IBTSIC 預估台榮 1Q12 營收為 6.01 億元，YoY-11.84%，稅後淨利為 0.2 億元，稅後 EPS 為 0.12 元**

台榮 01/2012 與 02/2012 營收分別為 2.06 億元與 1.94 億元，展望 1Q12，03/2012 芝加哥玉米期貨價格為 663.5 美分/英斗，MoM+0.84%，IBTSIC 預估 03/2011 糖價亦約與 02/2012 持平，考量在天氣慢慢回暖，飲料需求慢慢回升將帶動果糖用量提高下，預估台榮 1Q12 營收為 6.3 億元，YoY-7.37%。

毛利方面，因台榮飼料庫存約 2 個月，果糖庫存約 1 個月，目前原料已備到 07/2012，就 1Q12 成本觀察，公司果糖毛利率略低於 2011 年，而飼料毛利率略高於 4Q11，IBTSIC 預估公司 1Q12 毛利率約 7.6~7.7%，並預估公司 1Q12 稅後淨利為 0.2 億元，稅後 EPS 為 0.12 元。

- **傳統淡季將過，預估公司營收將逐季走高**

因台灣飼料與果糖需求量穩定，預估台榮營收成長主要來自產品價格的調整，在預期玉米價格維持高檔震盪下，預估公司產品價格趨勢向上。展望未來，因 1Q12 傳統淡季將過，在天氣逐漸炎熱，飲品需求將提升下，IBTSIC 預估公司營收將逐季走高，並預估 2Q12 與 3Q12 營收分別為 7.27 億元，QoQ+20.81%，與 9.28 億元，QoQ+34.68%。

- **2012 年獲利預估**

IBTSIC 預估台榮 2012 年營收為 32.78 億元，YoY+5.16%，因公司 2010 年與 2011 年陸續打銷數千萬元農戶呆帳，故 2012 年在資產品質較轉佳下，預估營業費用率將較 2011 年低，惟公司營運虧損可供抵稅之額度約 2,500 萬元將於 04/2012 用途，故 2012 年有效稅率將高於 2011 年，整體而言，IBTSIC 預估公司 2012 年稅後淨利為 1.38 億元，稅後 EPS 為 0.78 元。

- **投資建議**

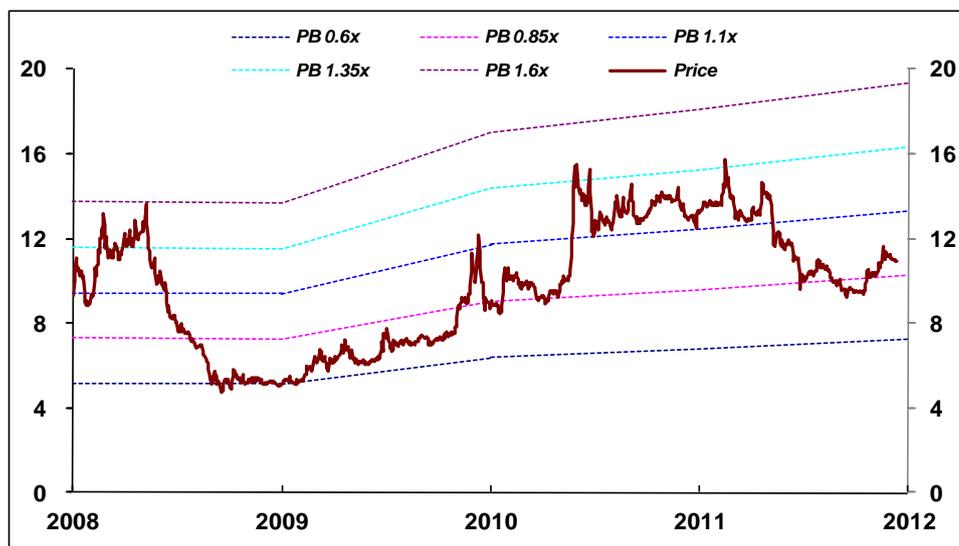
考量傳統旺季將至，且公司評價偏低，故給予買進投資建議，目標價 PBR1.1X(以 2012 年底淨值 12.07 元為計算基礎)。



個股報告

2012年3月30日

圖一：台榮PB Band



資料來源：IBTSIC

單位：佰萬元

簡明損益表	2010	2011(f)	2012(f)	4Q11(f)	1Q12(f)	2Q12(f)	3Q12(f)	4Q12(f)
營收	2,777	3,117	3,278	777	601	727	978	972
毛利	237	308	285	68	46	62	93	84
營業費用	55,613	162	141	47	24	30	38	49
營業利益	95	146	144	21	22	32	55	35
業外收入	57	18	18	4	4	5	6	4
業外支出	20	24	10	4	3	3	2	3
稅前利益	132	146	151	21	22	34	58	36
稅後淨利	112	144	138	26	20	31	54	33
股本	1,771	1,771	1,771	1,771	1,771	1,771	1,771	1,771
稅後EPS (元)	0.63	0.81	0.78	0.14	0.12	0.18	0.30	0.19
經營效率(%)								
毛利率	8.52%	9.88%	8.69%	8.70%	7.65%	8.57%	9.46%	8.63%
營業利益率	3.41%	4.68%	4.38%	2.70%	3.58%	4.45%	5.57%	3.62%
稅前淨利率	4.74%	4.68%	4.61%	2.70%	3.71%	4.68%	5.98%	3.74%
稅後淨利率	4.04%	4.62%	4.22%	3.31%	3.40%	4.28%	5.47%	3.42%
季成長率(%)								
營收 QoQ				-13.33%	-22.56%	20.81%	34.58%	-0.65%
毛利 QoQ				28.79%	-31.90%	35.31%	48.65%	-9.36%
營業利益 QoQ				24.44%	2.68%	50.10%	68.65%	-35.40%
稅前利益 QoQ				24.27%	6.68%	52.14%	72.09%	-37.84%
稅後淨利 QoQ				51.76%	-20.54%	52.14%	72.09%	-37.84%
年成長率(%)								
營收 YoY	22.99%	12.25%	5.16%	1.69%	-78.34%	-76.69%	-70.16%	25.10%
毛利 YoY	123.35%	30.09%	-7.54%	26.79%	-80.56%	-79.78%	-67.49%	24.15%
營業利益 YoY	-1264.61%	54.29%	-1.69%	203.03%	-77.25%	-77.87%	-62.03%	67.91%
稅前利益 YoY	-588.02%	10.85%	3.55%	-33.35%	-83.04%	-76.72%	-61.31%	73.63%
稅後淨利 YoY	-361.43%	28.26%	-3.87%	-12.23%	-81.78%	-78.39%	-61.31%	29.32%

資料來源：IBTSIC



個股報告

2012年3月30日

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