日盛追蹤股-訪談報告(投研部)

2016 年 6 月 23 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4207 TT 環泰	持有 目標價 13.5	**環泰的投資評等為持有，潛在空間為12.03%，主要理由如下： 今年以來糖價大幅上揚，在替代效應影響下，預期今年環泰營收可望明顯提升；原物料維持低檔，3Q16隱含調價空間，獲利空間可望維持，給予PBR均值1.25X。**

研究員 林子楹
Satinlin@jsun.com

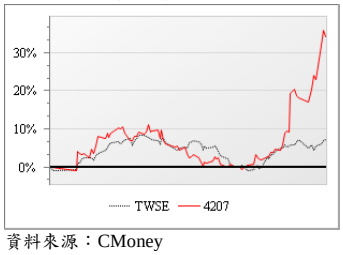
近期投資評等

06/23/2016	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(06/22/2016)	12.05
股本(百萬元)	1,736
總市值(億元)	20.9
每股淨值(元)	14.31
外資持股比(%)	0.15
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	707
融資餘額(06/22/2016)	3,783

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

◆ **1Q16毛利率優於預期，2Q16屬傳統旺季：**1Q16毛利率達12.76%，優於2015年各季水準，主要受惠於低價原物料利益，惟費用部分認列2,500萬呆帳準備，影響營益率(一次性影響約五千萬)。目前桃園南崁工廠、馬來西亞廠與泰國廠一廠產能利用率約90%~100%，而泰國二廠利用率較低，僅25%左右，日盛認為國際糖價上漲，因而讓市場對於替代果糖需求增加，因此05/2016營收優於過往動能，達3.21億元，MoM+11%，YoY+15%，預估2Q16合併營收9.2億元，QoQ+15.6%，YoY+7.2%，毛利率受惠於原料報價可望較上季提升，估13.11%，費用部分恐尚須認列剩餘的2,500萬，營益率約僅成長一個百分點，預估稅後純益0.14億元，EPS0.08元。

◆ **木薯粉報價相對糖價穩定，3Q16獲利可望明顯提升：**過往泰國木薯粉受到國際熱錢湧入泰國市場影響，木薯粉2013年格價格達到450~550美元/噸，2014年逐步下降，約達400~450美元，而至4Q15則降至400美元/噸以下，而糖價反而大幅上揚，在替代效應影響下，營收提升，毛利率上揚。目前糖價上漲主要由於中國減產，使得全球庫存水準降至2010年/2011年以來低點，加上中國收手收購泰國木薯粉，亦使得2016年以來木薯粉價格維持在400美元/噸以下，有利環泰成本結構。預估3Q16合併營收9.25億元，YoY+15.2%，稅後純益0.45億元，QoQ+211%，EPS 0.26元，相較去年虧轉盈。

◆ **評等持有：**考量目前糖價持續上揚，樹薯粉由於產季結束，即將進入調價期間，預期環泰06/2016市場售價可望調升，此利差可望維持，預期2016年合併營收35.42億元，YoY+6.6%，稅後純益0.95億元，YoY+901%，EPS0.55元。

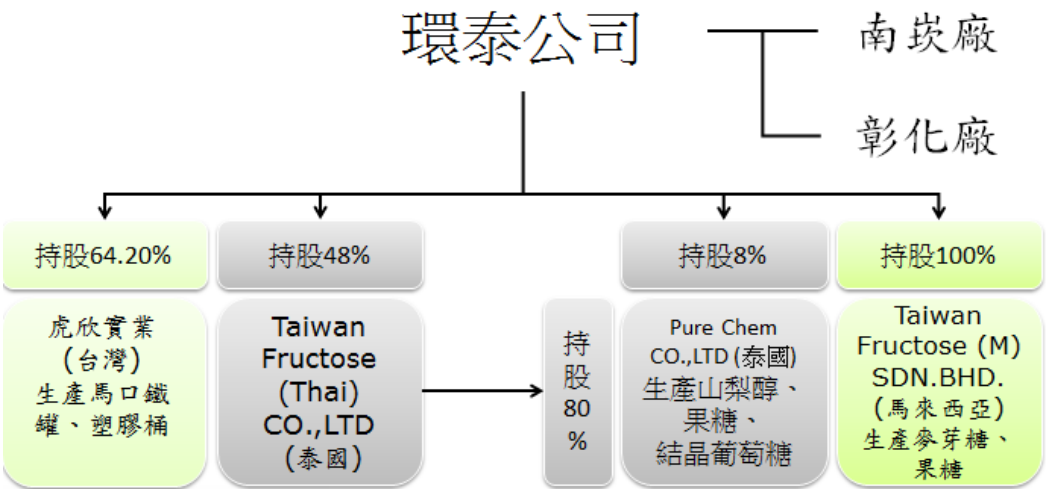
單位:百萬元	2015	2016F	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F
營業收入淨額	3,323	3,542	842	795	920	925	902	907
營業毛利	340	466	95	102	121	126	117	102
營業利	110	161	29	18	32	66	44	41
稅後純益	9	95	11	10	14	45	26	22
稅後 EPS ( )	0.05	0.55	0.06	0.06	0.08	0.26	0.15	0.13
毛利率(%)	10.24	13.15	11.26	12.76	13.11	13.66	13.00	11.22
營業利益率(%)	3.32	4.53	3.43	2.29	3.51	7.12	4.90	4.52
稅後純益率(%)	0.28	2.68	1.28	1.28	1.56	4.83	2.84	2.45
營業收入 YoY/QoQ (%)	-2.76	6.61	4.83	-5.52	15.60	0.60	-2.50	0.60
營業利益 YoY/QoQ (%)	-27.77	45.40	77.68	-36.80	77.01	104.06	-32.90	-7.20
稅後純益 YoY/QoQ (%)	-84.35	901.90	NA	-5.38	40.91	210.99	-42.59	-13.31

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **公司簡介：**

環泰成立於 1984 年 7 月，於 2000 年上櫃，為台灣唯一全系列液態糖漿生產廠商，主要產品為果糖與麥芽糖，客戶以飲料及糕餅業為主，果糖的旺季與飲料廠相同，通常都落在每年的第 2 季及第 3 季，麥芽糖的旺季則跟著糕餅業者，落在每年的第 1 季及第 4 季。工廠分別位於台灣、泰國與馬來西亞，目前菲律賓也有轉投資設立生產據點，預期 2017 年可望開出。產能狀況：台灣桃園南崁工廠約 5000~6000 噸/月，馬來西亞廠產能 5000 噸/月，而泰國廠包含一二廠設計產能約近 1 萬噸/月，實際貢獻產能約 7000 噸/月，菲律賓尚未貢獻產能約年產能五萬噸。由於液態糖漿成品重、單價低，因此長途運費易侵蝕獲利空間，多以工廠當地內銷為主。

圖一、環泰公司組織圖



資料來源：環泰

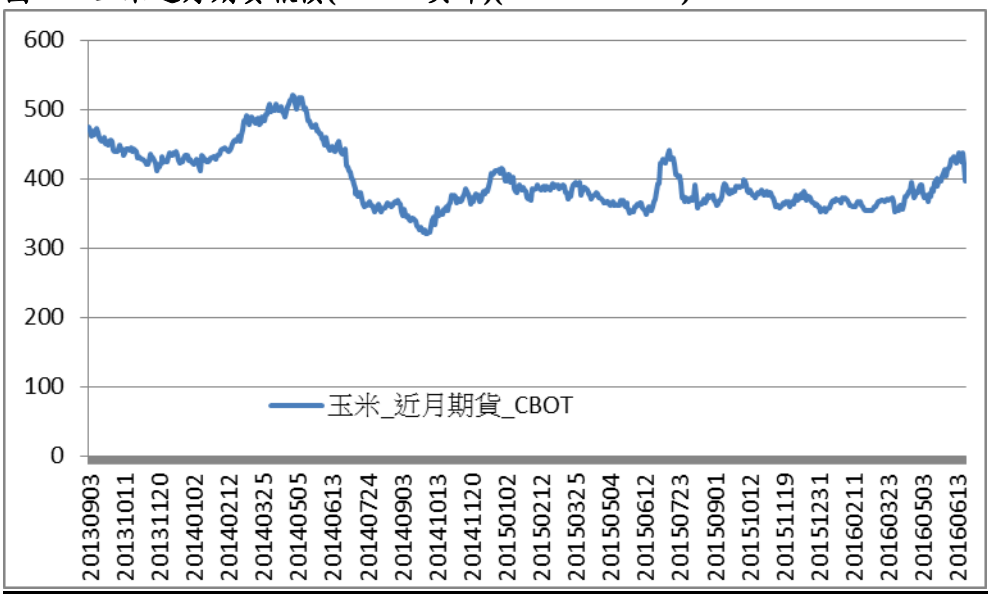
◆ **產業概況：**

台灣能生產全系列果糖產品只有環泰企業、豐年豐禾及台榮三家廠商，此三家廠商掌握台灣約 95%以上之市場佔有率，競爭者之進入障礙較高，因此呈現溫和競爭的態勢，環泰的客戶主要集中在北、中部，台榮則集中於中部，豐年則是在南部，故各液態糖漿製造廠商皆有其客戶群，競爭狀態穩定。然因產品同質性高，且目前各液態糖漿廠商的主要客戶皆為飲料大廠，主要靠品質和口碑來爭取客源。

原物料以玉米與木薯粉為主：

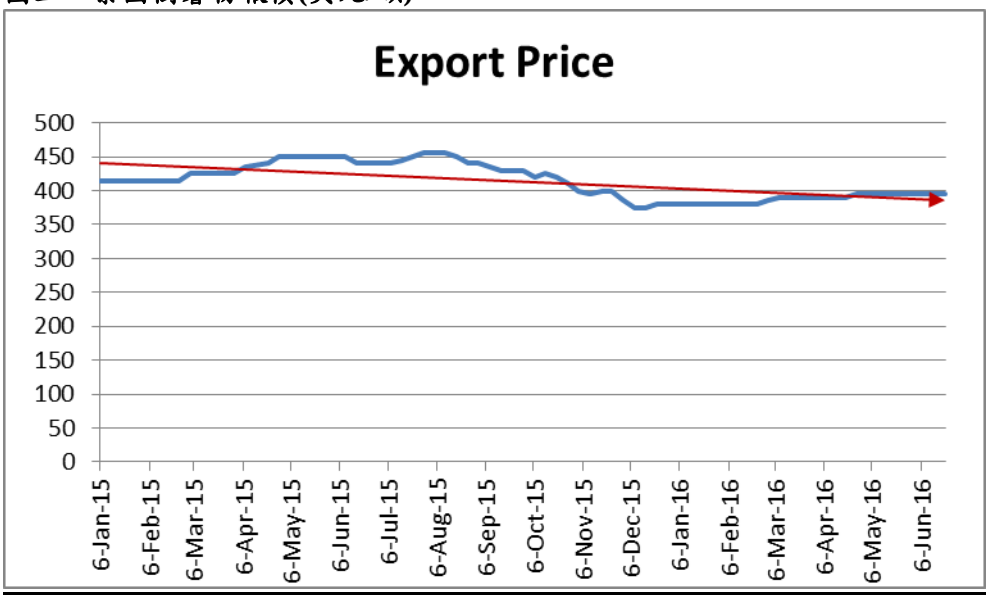
環泰生產產品所需之主要原料為(樹薯、玉米)澱粉，屬大宗物資市場，在製作過程中，互相具有替代性，價格是主要決定因素，以目前市場報價而言，樹薯粉較有競爭力，佔成本比重較高，目前報價較糖價弱勢，有利環泰毛利率區間。

圖二、玉米近月期貨報價(USDC/英斗)(2013/9~2016/6)



資料來源：Cmoney、日盛投顧整理

圖三、泰國樹薯粉報價(美元/噸)



資料來源：

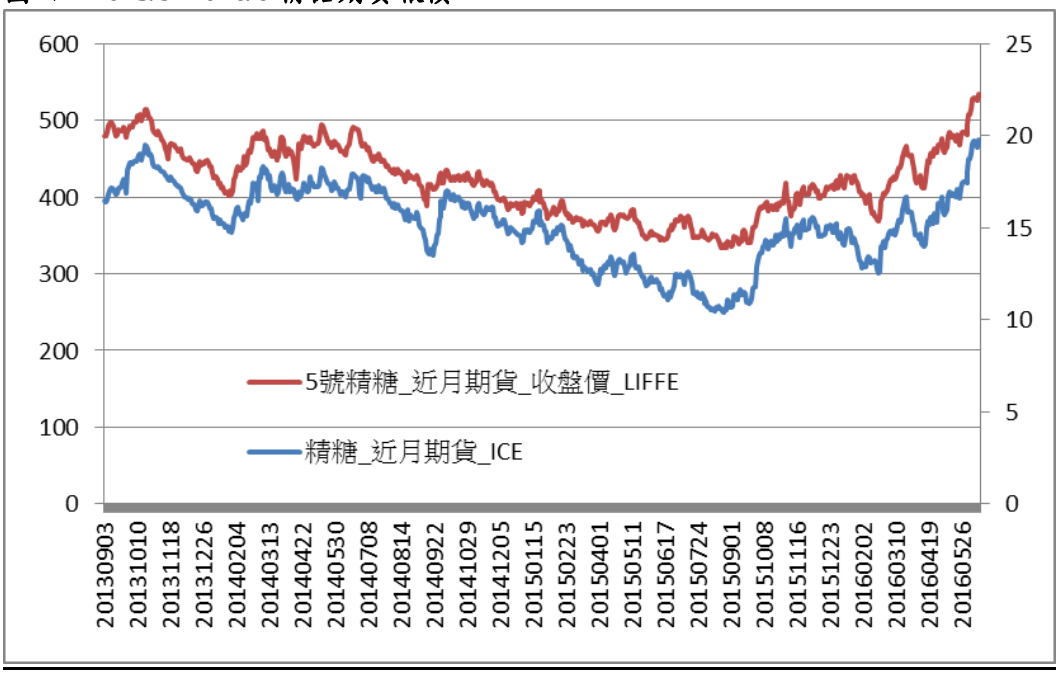
◆ **<u>1Q16 毛利率優於預期，2Q16 屬傳統旺季：</u>**

1Q16 毛利率達 12.76%，優於 2015 年各季水準，主要受惠於低價原物料利益，惟費用部分認列 2,500 萬呆帳準備，影響營益率(一次性影響約五千萬)。目前桃園南崁工廠、馬來西亞廠與泰國廠一廠產能利用率約 90%~100%，而泰國二廠利用率較低，僅 25%左右，日盛認為國際糖價上漲，因而讓市場對於替代果糖需求增加，因此 05/2016 營收優於過往動能，達 3.21 億元，MoM+11%，YoY+15%，預估 2Q16 合併營收 9.2 億元，QoQ+15.6%，YoY+7.2%，毛利率受惠於原料報價可望較上季提升，估 13.11%，費用部分恐尚須認列剩餘的 2,500 萬，營益率約僅成長一個百分點，預估稅後純益 0.14 億元，EPS0.08 元。

◆ **木薯粉報價相對糖價穩定，3Q16 獲利可望明顯提升：**

過往泰國木薯粉受到國際熱錢湧入泰國市場影響，木薯粉 2013 年格價格達到 450~550 美元/噸，2014 年逐步下降，約達 400~450 美元，而至 4Q15 則降至 400 美元/噸以下，而糖價反而大幅上揚，在替代效應影響下，營收提升，毛利率上揚。目前糖價上漲主要由於中國減產，使得全球庫存水準降至 2010 年/2011 年以來低點，加上中國收手收購泰國木薯粉，亦使得 2016 年以來木薯粉價格維持在 400 美元/噸以下，有利環泰成本結構。1Q16 樹薯粉報價仍較 4Q15 低，預期有利於 2Q~3Q16 毛利率水準可望持平或提高，預估 3Q16 合併營收 9.25 億元，YoY+15.2%，稅後純益 0.45 億元，QoQ+211%，EPS0.26 元，相較去年虧轉盈。

圖四、2013/9~2016/6 精糖期貨報價



資料來源：Cmoney、日盛投顧整理

◆ **評等持有：**

考量目前糖價持續上揚，樹薯粉由於產季結束，即將進入調價期間，預期環泰 06/2016 市場售價可望調升，此利差可望維持，預期 2016 年合併營收 35.42 億元，YoY+6.6%，稅後純益 0.95 億元，YoY+901%，EPS 0.55 元。

PB Band

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖

近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20160623	持有	13.5

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2014	2015	2016F	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F
營業收入淨額	3,417	3,323	3,542	819	858	803	842	795	920	925	902	907
營業毛利	396	340	466	84	93	69	95	102	121	126	117	102
營業費用	243	230	305	56	56	53	66	83	88	61	73	61
營業利益	153	110	161	28	37	16	29	18	32	66	44	41
營業外收支	-28	-65	-38	-29	-13	-21	-3	-5	-10	-10	-12	-12
稅前純益	125	46	123	-1	25	-5	26	13	22	56	32	29
稅後純益	60	9	95	-3	10	-8	11	10	14	45	26	22
最新股本	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736
稅後 EPS (元)	0.35	0.05	0.55	-0.01	0.06	-0.05	0.06	0.06	0.08	0.26	0.15	0.13
經營效率(%)												
毛利率	11.59	10.24	13.15	10.20	10.84	8.56	11.26	12.76	13.11	13.66	13.00	11.22
營業利益率	4.47	3.32	4.53	3.42	4.35	2.02	3.43	2.29	3.51	7.12	4.90	4.52
稅前純益率	3.65	1.37	3.47	-0.10	2.89	-0.58	3.12	1.61	2.40	6.04	3.55	3.22
稅後純益率	1.77	0.28	2.68	-0.31	1.14	-1.06	1.28	1.28	1.56	4.83	2.84	2.45
YoY(%)												
營收	-8.07	-2.76	6.61	1.40	-9.53	-5.17	3.49	-2.92	7.16	15.18	7.13	14.07
營業利益	-46.71	-27.77	45.40	-23.96	-40.13	-57.31	84.33	-34.90	-13.54	305.57	53.17	124.91
稅前純益	-62.08	-63.43	169.03		-48.50				-10.92		22.06	129.04
稅後純益	-72.55	-84.35	901.90		-67.76				47.29		138.03	118.08
QoQ(%)												
營收				0.72	4.72	-6.40	4.83	-5.52	15.60	0.60	-2.50	0.60
營業利益				78.94	33.27	-56.50	77.68	-36.80	77.01	104.06	-32.90	-7.20
稅前純益								-51.37	73.04	152.67	-42.59	-8.75
稅後純益								-5.38	40.91	210.99	-42.59	-13.31

資料來源：CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2014	2015	1Q16
流動資產	2,025	1,991	2,004
現金及約當現金	519	533	572
公允價值衡量金融資產	131	94	115
備供出售金融資產	1	1	1
以成本衡量之金融資產	0	0	0
存貨	507	463	526
非流動資產	2,308	2,288	2,395
公允價值衡量金融資產	0	0	0
不動產、廠房及設備	1,987	1,894	1,949
無形資產	5	7	6
資產總計	4,333	4,279	4,399
流動負債	1,168	1,313	1,309
短期借款	633	555	726
非流動負債	620	675	740
負債總計	1,788	1,988	2,049
股本	1,695	1,736	1,736
普通股股本	1,695	1,736	1,736
資本公積	75	75	75
保留盈餘	259	196	207
庫藏股票	-45	-129	-129
股東權益	2,545	2,291	2,350
每股淨值(元)	11.88	10.63	11.00
流動比率(%)	173.35	151.69	153.11
速動比率(%)	120.09	107.70	103.13
應收帳款週轉率(%)	4.83	4.53	1.13
負債比率(%)	41.26	46.45	46.57
稅後股東權益報酬率(%)	3.08	0.51	0.58

資料來源：CMoney，JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2014	2015	1Q16
繼續營業單位稅前損益	125	46	13
折舊及攤提費用	124	125	30
利息費用	35	31	7
股利收入	-4	-5	0
權益法認列關聯企業損益	5	7	0
處分不動產、廠房及設備	1	0	0
處分權益法之投資損益	0	0	0
未實現外幣兌換損益	-16	0	0
應收帳款增減	-11	-47	87
存貨增減	-52	41	-61
應付帳款增減	-6	32	-34
營業活動現金流量	105	241	27
公允價值衡量金融資產增減	0	0	0
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	0
權益法長期股權投資增減	0	0	0
取得不動產、廠房及設備	-174	-113	-27
處分不動產、廠房及設備	4	7	1
投資活動現金流量	-204	-172	-120
短期借款增減	111	78	172
長期借款增減	739	243	-58
公司債發行	0	0	0
公司債償還	0	0	0
現金增資	0	0	0
發放現金股利	-93	-33	0
庫藏股票增減	-45	-84	0
籌資活動現金流量	117	-1	113
淨現金流量	1	14	39

資料來源：CMoney，JS 預估

免責聲明	本研究報告僅供本公司特定客戶參考。 客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。 本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。 非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股