

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1722 TT 台肥	持有  目標價  46	台肥的首次投資評等為持有，目標價46元，潛在上漲空間12.06%，主要理由如下： (1) 1Q-3Q17本業營運轉佳，2017年獲利由虧轉盈； (2) 惟考量轉投資朱肥因沙烏地阿拉伯國家政策調整營運展望較不明朗且目前暫無大型房地產出售計畫，給予持有投資評等。

研究員 王章妮  
 106507@jsun.com

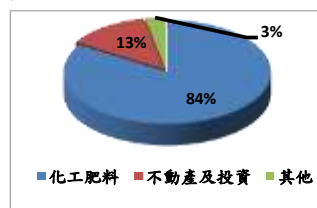
近期投資評等

01/30/2018	持有/中立

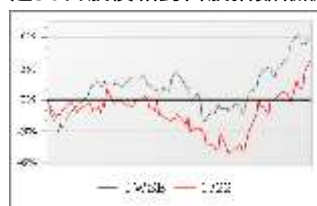
公司基本資料

收盤價(元)(01/29/2018)	41.05
股本(百萬元)	9,800
總市值(億元)	402.3
每股淨值(元)	50.59
外資持股比(%)	16.48
投信持股比(%)	0.01
近 20 日均量(張)	4,303
融資餘額(01/29/2018)	9,924

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2017F	2018F	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F
營業收入淨額	11,656	11,635	2,815	2,798	2,793	2,933	3,001	2,831
營業毛利	2,669	2,668	614	669	675	685	703	643
營業利益	1,385	1,381	296	354	356	389	364	322
稅後純益	1,689	1,680	470	362	350	465	492	377
稅後 EPS(元)	1.72	1.71	0.48	0.37	0.36	0.47	0.50	0.38
毛利率(%)	22.9	22.93	21.8	23.9	24.18	23.37	23.44	22.71
營業利益率(%)	11.88	11.86	10.52	12.65	12.73	13.28	12.13	11.36
稅後純益率(%)	14.49	14.43	16.71	12.95	12.51	15.85	16.4	13.32
營業收入 YoY/QoQ(%)	-4.78	-0.18	-13.35	-0.61	-0.17	5.01	2.3	-5.67
營業利益 YoY/QoQ(%)	132.42	-0.29	-21.88	19.58	0.42	9.56	-6.56	-11.64
稅後純益 YoY/QoQ(%)	--	-0.58	-7.22	-22.98	-3.54	33.05	5.82	-23.37

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **1-3Q17營業利益YoY+98.8%**：1-3Q17營收88.62億元，YoY-4%，營收衰退原因為肥料化工營收衰退近4%及其他類營收衰退19.6%，1-3Q17毛利率22.49%，較1-3Q16提升7個百分點，主要原因為液氨、尿素及硝酸產品報價提升及新型複合型肥料報價較佳帶動毛利率走升，肥料毛利率約10%，化工產品毛利率約30%，營業利益10.29億元，YoY+98.8%，3Q17朱肥認列獲利季減92.8%主要原因為朱肥因國家政策調整，需分擔母公司Sabic的電力費用所致，業外因權益法轉投資收益3.26億元挹注，稅後淨利13.4億元，YoY+148.6%，稅後EPS 1.37元。
- ◆ **4Q17受惠產品報價維持高檔，毛利率可望小幅提升，惟業外捐贈費用認列影響獲利**：4Q17營收27.93億元，QoQ-0.2%，YoY-7.3%，因4Q17末尿素、液氨等化工產品報價維持高檔，日盛預估毛利率可望小幅提升至24.18%，因轉投資朱肥1-3Q17獲利由虧轉盈（1-3Q17稅後淨利9.62億元，1-3Q16稅後淨損2.47億元），4Q17業外需認列捐贈費用700萬美金予沙烏地阿拉伯作為額外租稅費用（共六期，目前為第五期），因此日盛預估4Q17稅後淨利3.5億元，QoQ-3.5%，YoY-155.3%，稅後EPS 0.36元。
- ◆ **2018年暫無大型房產出售挹注獲利**：展望2018年，肥料化工營收及獲利穩健，原預計出售南港C3-C9計畫暫緩，目前仍以收租為主，今年租賃收入新增新竹辦公大樓，目前已招租30%，可望貢獻營收約6,000萬，預估3年內滿租，滿租一年約2億營收貢獻，轉投資朱肥後續仍有一期捐贈費用未收取及可能還需分擔一次電力費用，惟認列時間點皆無法確認，預估2018年營收116.35億元，YoY-0.2%，毛利率較2017年微幅增加至22.93%，稅後淨利16.8億元，YoY-0.6%，稅後EPS 1.71元，目前本淨比為0.8倍，評價接近歷史區間下緣，本業營運穩定惟考量轉投資展望較不確定，因此給予評價PBR 0.9倍估算目標價46元，潛在上漲空間12.06%，投資評等為持有。

◆ **公司簡介：**

台肥成立於1946，主要從事生產肥料、化工、電子級化學等產品，為國內最大肥料生產廠商，公司本業主要分為肥料化工及房地產收入兩大部門，其中，肥料化工相關產品包括複合肥料、過磷酸鈣、硝酸銨鈣、尿素、液氨、硝酸等，房地產收入則主要有營建收入與租金收入。公司目前主要生產基地位於台中廠，台中廠以複和肥料產能跟硝酸為主，硝酸約16萬噸產能，複和肥料約55萬噸產能，過磷酸鈣約10萬噸，硫酸銨12萬噸，目前肥料產能全產全銷，主要以內銷為主，近期公司於台中港附近有興建肥料產能打算，目前已經試銷東南亞國家肥料，屆時新產能開出除彌補國內內需外，仍有機會銷往東南亞市場，目前預計新廠於2020年建成。液氨則由Sabic進口，存放於台中港2個儲存槽，一年進口約20萬噸，銷售約8.5萬噸，剩下約11.5萬噸為台肥自用。房產部份，C2建案因近期旅遊業較為蕭條，原飯店的面積比例會下降，辦公大樓比例提升，公司考量當時兩棟旅館業者的保證金較少，目前仍在協調提高保證金至20億元，辦公大樓承租者東正仍願意承租，因目前還在走設計變更階段，完工時程將遞延，但現金流因出租面積增加而提升營收貢獻。

表一、公司年度各部門營收及預估

部門	日期	2015	2016	2017(F)	2018(F)
肥料化工	營收	11,719,776	10,021,634	9,839,079	10,035,861
	YoY	-5.17%	-14.49%	-1.82%	2.00%
	部門損益	-512,510	336,716	1,150,715	1,184,232
	損益率	-4.37%	3.36%	11.70%	11.80%
不動產及投資	營收	5222458	1757582	1423375	1217976
	YoY	10.48%	-66.35%	-19.02%	-14.43%
	單季部門損益	2862312	413224	287267	249685
	單季損益率	54.81%	23.51%	20.18%	20.50%
其他	營收	544843	461704	381426	381426
	YoY	28.21%	-15.26%	-17.39%	0.00%
	單季部門損益	-4790	-154246	-53455	-53400
	單季損益率	-0.88%	-33.41%	-14.01%	-14.00%

資料來源：公司財報、日盛投顧彙整

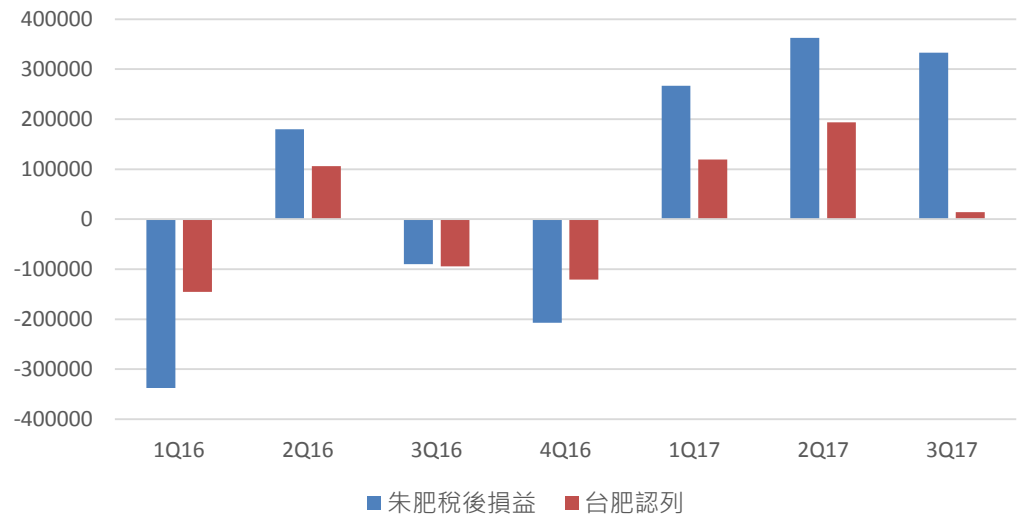
◆ **1-3Q17營業利益YoY+98.8%：**

1-3Q17營收各部門營收占比分別為肥料化工占83.8%，房地產及投資占13%，其他占3.2%，由於官股持有台肥約25%股權，因此肥料的價格設定還是需要透過農委會的同意，新型複合型肥料產品報價及毛利率都較舊產品佳，2017年已出貨，1-3Q17營收88.62億元，YoY-4%，營收衰退原因為肥料化工營收衰退近4%及其他類營收衰退19.6%，1-3Q17毛利率22.49%，較1-3Q16提升7個百分點，主要因為液氨、尿素及硝酸產品報價提升及新型複合型肥料報價較佳帶動毛利率走升，肥料毛利率約10%，化工產品毛利率約30%，營業利益10.29億元，YoY+98.8%，3Q17朱肥認列獲利季減92.8%主要因為朱肥因國家政策調整，需分擔母公司Sabic的電力費用所

2018年1月30日

致，業外因權益法轉投資收益3.26億元挹注，稅後淨利13.4億元，YoY+148.6%，稅後EPS 1.37元。

圖一、轉投資朱拜爾肥料稅後損益



資料來源：公司財報、日盛投顧彙整

◆ **4Q17受惠產品報價維持高檔，毛利率可望小幅提升，惟業外捐贈費用認列影響獲利：**

4Q17營收27.93億元，QoQ-0.2%，YoY-7.3%，因4Q17末尿素、液氨等化工產品報價維持高檔，日盛預估毛利率可望小幅提升至24.18%，因轉投資朱肥1-3Q17獲利由虧轉盈（1-3Q17稅後淨利9.62億元，1-3Q16稅後淨損2.47億元），4Q17業外需認列捐贈費用700萬美金予沙烏地阿拉伯作為額外租稅費用（共六期，目前為第五期），因此日盛預估4Q17稅後淨利3.5億元，QoQ-3.5%，YoY-155.3%，稅後EPS 0.36元。

◆ **2018年暫無大型房產出售挹注獲利：**

展望2018年，肥料化工營收及獲利穩健，原預計出售南港C3-C9計畫暫緩，目前仍以收租為主，今年租賃收入新增新竹辦公大樓，目前已招租30%，可望貢獻營收約6,000萬，預估3年內滿租，滿租一年約2億營收貢獻，轉投資朱肥後續仍有一期捐贈費用未收取及可能還需分擔一次電力費用，惟認列時間點皆無法確認，預估2018年營收116.35億元，YoY-0.2%，毛利率較2017年微幅增加至22.93%，稅後淨利16.8億元，YoY-0.6%，稅後EPS 1.71元，目前本淨比為0.8倍，評價接近歷史區間下緣，本業營運穩定惟考量轉投資展望較不確定，因此給予評價PBR 0.9倍估算目標價46元，潛在上漲空間12.06%，投資評等為持有。

**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
20180130	持有/中立	46.0
20150805	持有/中立	49.0
20141127	買進	61.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年1月30日

損益表

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F
營業收入淨額	12,241	11,656	11,635	3,189	3,013	3,249	2,815	2,798	2,793	2,933	3,001	2,831
營業毛利	2,006	2,669	2,668	539	577	711	614	669	675	685	703	643
營業費用	1,411	1,284	1,288	345	499	332	318	315	320	296	339	321
營業利益	596	1,385	1,381	195	78	379	296	354	356	389	364	322
營業外收支	-617	650	648	-5	-637	239	262	104	44	179	210	124
稅前純益	-21	2,035	2,028	190	-559	618	558	458	400	568	574	446
稅後純益	-130	1,689	1,680	185	-632	507	470	362	350	465	492	377
最新股本	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800
稅後 EPS(元)	-0.13	1.72	1.71	0.19	-0.65	0.52	0.48	0.37	0.36	0.47	0.50	0.38
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	16.39	22.9	22.93	16.91	19.15	21.88	21.8	23.9	24.18	23.37	23.44	22.71
營業利益率	4.87	11.88	11.86	6.1	2.59	11.66	10.52	12.65	12.73	13.28	12.13	11.36
稅前純益率	-0.17	17.46	17.43	5.95	-18.56	19.03	19.84	16.37	14.32	19.38	19.12	15.75
稅後純益率	-1.06	14.49	14.43	5.81	-20.98	15.61	16.71	12.95	12.51	15.85	16.4	13.32
<b>YoY(%)</b>												
營收	-30	-4.78	-0.18	-26.38	-42.22	1.78	-1.09	-12.27	-7.29	-9.71	6.59	1.16
營業利益	-74.6	132.42	-0.29	-72.37	-93.34	117.83	98.55	81.84	356.16	2.78	22.93	-9.16
稅前純益	--	--	-0.32	-84.52	-61.67	726.28	76.21	141.17	--	-8.07	2.72	-2.65
稅後純益	--	--	-0.58	-83.87	-72.11	613.93	66.51	95.48	--	-8.28	4.6	4.07
<b>QoQ(%)</b>												
營收				12.06	-5.53	7.83	-13.35	-0.61	-0.17	5.01	2.3	-5.67
營業利益				30.58	-59.97	386.27	-21.88	19.58	0.42	9.56	-6.56	-11.64
稅前純益				-40.08	105.93	--	-9.68	-17.99	-12.69	42.14	0.92	-22.27
稅後純益				-34.39	65.01	--	-7.22	-22.98	-3.54	33.05	5.82	-23.37

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	2015	2016	3Q17
流動資產	18,900	15,301	14,085
現金及約當現金	2,474	1,085	950
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	8,729	3,247	2,027
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	2,175	1,802	1,527
非流動資產	61,002	60,914	61,427
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	27,233	26,753	13,854
無形資產	472	258	270
資產總計	79,903	76,215	75,511
流動負債	2,249	1,680	2,643
短期借款	10	46	40
非流動負債	25,185	24,348	23,901
負債總計	27,434	26,028	26,544
股本	9,800	9,800	9,800
普通股股本	9,800	9,800	9,800
資本公積	2,238	2,233	2,233
保留盈餘	39,703	37,559	36,841
庫藏股票	--	--	--
股東權益	52,469	50,187	48,968
每股淨值(元)	54.05	51.64	49.97
流動比率(%)	840.49	910.76	532.88
速動比率(%)	721.57	789.24	454.79
應收帳款週轉率(%)	4.85	6.46	1.48
負債比率(%)	34.33	34.15	35.15
稅後股東權益報酬率(%)	4.63	-0.25	0.74

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	3Q17
繼續營業單位稅前損益	2,520	-21	1,635
折舊及攤提費用	757	794	598
利息費用	14	7	0
股利收入	-43	-42	-44
權益法認列關聯企業損益	-962	256	-326
處分不動產、廠房及設備	71	-4	-81
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	35	-14	3
應收帳款增減	1,824	362	-434
存貨增減	289	458	274
應付帳款增減	-95	-491	-57
營業活動現金流量	19,717	1,637	1,615
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-969	-753	-238
處分不動產、廠房及設備	55	10	132
投資活動現金流量	-13,126	-1,096	339
短期借款增減	-1,700	36	-6
長期借款增減	-790	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-2,156	-2,058	-2,058
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-4,736	-1,927	-2,083
淨現金流量	1,864	-1,390	-135

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年1月30日

## 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