

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1210 TT 大成	中立 目標價 42	大成的投資評等為中立，主要理由如下： (1) 預估2Q18本業獲利約與前季持平； (2) 預期3Q18飼料價格受原料價格影響承壓。

研究員 林子楹

Satinlin@jsun.com

重點摘要

近期投資評等

07/27/2018	持有/中立
07/06/2017	持有/中立
10/22/2015	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(07/26/2018)	40.50
股本(百萬元)	7,364
總市值(億元)	298.2
每股淨值(元)	22.96
外資持股比(%)	21.18
投信持股比(%)	0.85
近20日均量(張)	1,113
融資餘額(07/26/2018)	4,113

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **1Q18業外貢獻一次性處分利益：**1Q18合併營收171.23億元，QoQ-14.2%，YoY-8.8%，相較去年營收大幅下滑係因今年起適用IFRS15影響，中國肉品不認列契約放養相關收入，而毛利率較去年同期提升1%，主要是因為飼料價格影響，加上之前契約較少，產品組合有優化，業外部分因處理中國天津房產利益貢獻約3億元，稅後純益7.93億元，QoQ+12.5%，YoY+57.6%，EPS 1.08元。
- ◆ **預估2Q18本業獲利約與前季持平：**2Q18合併營收175.99億元，QoQ+2.8%，YoY-2%，2Q18天氣炎熱，台灣豬價持續上漲到75元/公斤左右，玉米價格平穩，豬糧比來提升至10.8，然台灣雞肉價格持續下跌，大陸上漲，預期主要影響獲利仍須觀察飼料價格因素；飼料佔比仍約近50%，2Q18原物料價格較穩，然06/2018大豆與玉米價格下跌，推估獲利能力約與前季持平，稅後獲利4.23億元，YoY+11.1%，EPS0.57元。
- ◆ **預估飼料價格將承壓：**根據美國農業部更新的玉米與黃豆報告，目前玉米生長進度較5年的平均與去年平均高，加上目前氣候條件有助於玉米和黃豆生長，未來產量樂觀，且近期主要大豆生產國對於黃豆播種面積皆有提升，加上中美貿易戰影響，中國為最大黃豆進口國，中國宣布對500億美元的美國商品徵稅，其中包括黃豆，造成07/2018價格下跌；玉米則除了中國外，其餘國家期末庫存皆增加，推估未來報價仍向下，因此3Q18進入傳統旺季，雖營收可望提升，然若考量原料庫存價格水位，推估獲利能力將會略微下滑，全年EPS3.21元。考量近幾年獲利能力轉佳，評價皆在區間高緣，維持以15倍評價未來四季EPS，上檔空間仍有限，建議中立。

單位:百萬元	2017	2018F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	75,931	72,110	19,964	17,123	17,599	18,391	18,998	17,512
營業毛利	10,233	10,407	2,677	2,552	2,580	2,613	2,662	2,355
營業利益	3,013	2,622	873	586	591	682	762	604
稅後純益	2,239	2,363	705	793	423	546	600	489
稅後 EPS(元)	3.04	3.21	0.96	1.08	0.57	0.74	0.82	0.66
毛利率(%)	13.48	14.43	13.41	14.9	14.66	14.21	14.01	13.45
營業利益率(%)	3.97	3.64	4.37	3.42	3.36	3.71	4.01	3.45
稅後純益率(%)	2.95	3.28	3.53	4.63	2.41	2.97	3.16	2.79
營業收入 YoY/QoQ(%)	0.18	-5.03	3.84	-14.23	2.78	4.5	3.3	-7.82
營業利益 YoY/QoQ(%)	9.82	-12.99	13.37	-32.86	0.85	15.39	11.65	-20.69
稅後純益 YoY/QoQ(%)	8.77	5.53	8.51	12.54	-46.64	28.92	9.98	-18.6

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

◆ 公司簡介：

大成為國內雞肉及飼料供應大廠，主要營收項目為飼料、肉品、食品與大宗物品與其他，2017年營收占比分別為55%、24%、16%與5%，主要銷售區域為台灣、大陸與東南亞，營收占比分別為43%、33%與16%，2016年擴大東南亞業務，調整中國營運體質，整體獲利能力開始轉佳，1Q18開始將各事業部分類，分為農糧、肉品、食品、餐飲以及東南亞與東亞部分營收，1Q18佔比為28%、16%、4%、3%、5%與43%。

圖一、大成事業部



資料來源：大成

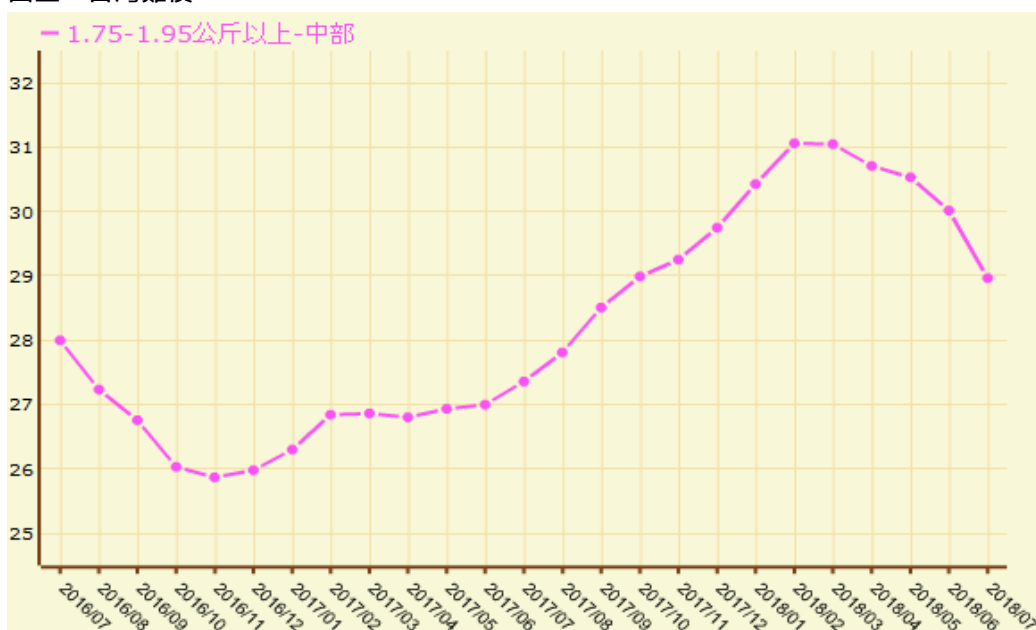
◆ 1Q18 業外貢獻一次性處分利益：

1Q18 合併營收 171.23 億元，QoQ-14.2%，YoY-8.8%，相較去年營收大幅下滑係因今年起適用 IFRS15 影響，中國肉品不認列契約放養相關收入，而毛利率較去年同期提升 1%，主要是因為飼料價格影響，加上之前契作較少，產品組合有優化，業外部分因處理中國天津房產利益貢獻約 3 億元，稅後純益 7.93 億元，QoQ+12.5%，YoY+57.6%，EPS1.08 元。

◆ 預估 2Q18 本業獲利約與前季持平：

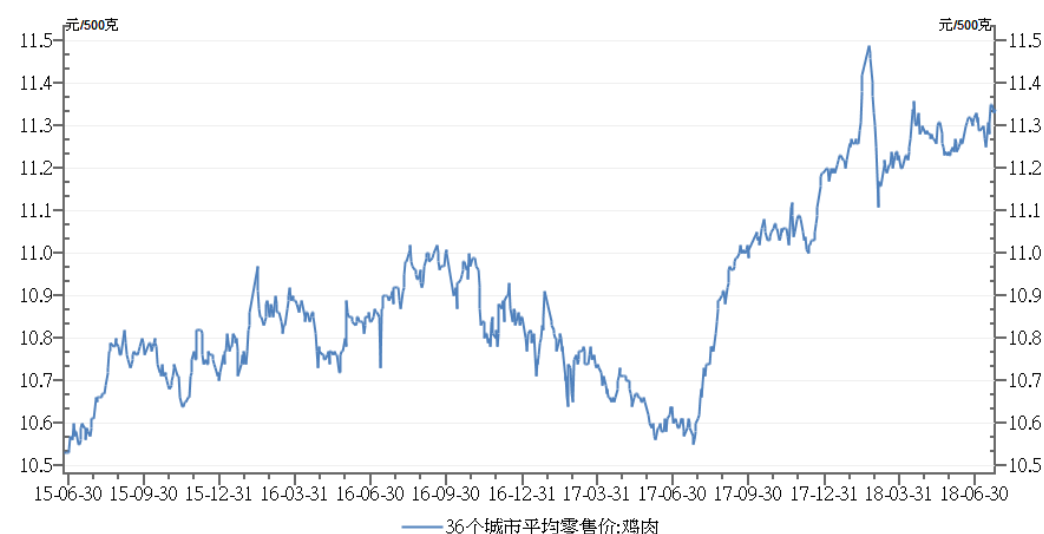
2Q18 合併營收 175.99 億元，QoQ+2.8%，YoY-2%，2Q18 天氣炎熱，台灣豬價持續上漲到 75 元/公斤左右，玉米價格平穩，豬糧比來提升至 10.8，然台灣雞肉價格持續下跌，大陸上漲，預期主要影響獲利仍須觀察飼料價格因素；飼料佔比仍約近 50%，2Q18 原物料價格較穩，然 06/2018 大豆與玉米價格下跌，推估獲利能力約與前季持平，稅後獲利 4.23 億元，YoY+11.1%，EPS0.57 元。

圖二、台灣雞價



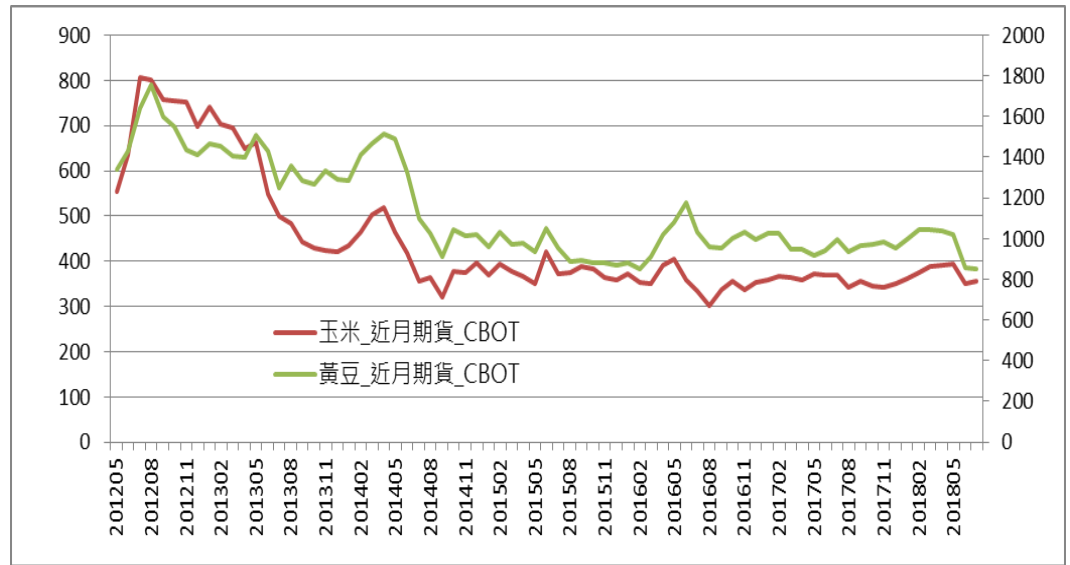
資料來源：養雞協會

圖三、大陸 36 主要城市平均價



資料來源：Wind

圖四、玉米黃豆近月期貨報價

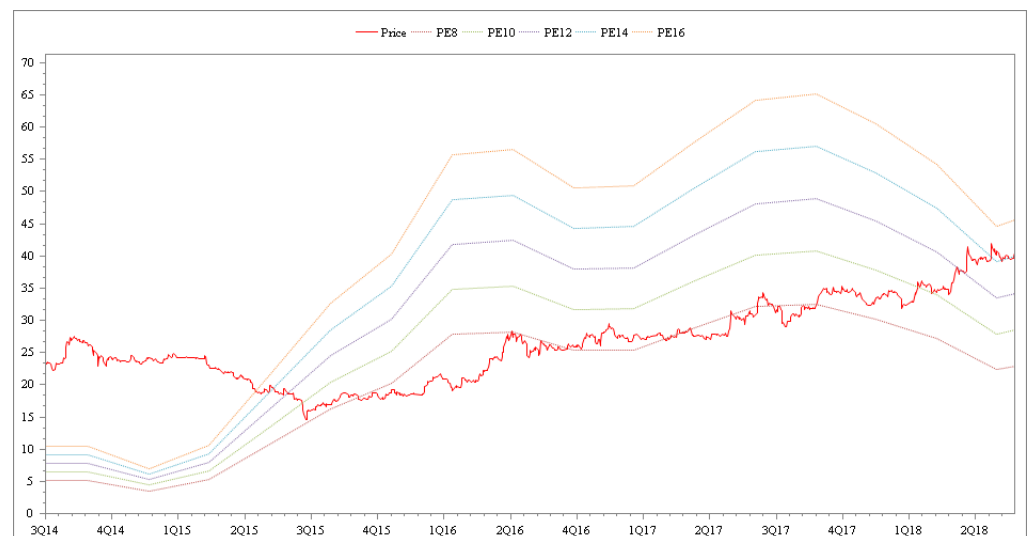


資料來源：Cmoney

◆ 預估飼料價格將承壓：

根據美國農業部更新的玉米與黃豆報告，目前玉米生長進度較 5 年的平均與去年平均高，加上目前氣候條件有助於玉米和黃豆生長，未來產量樂觀，且近期主要大豆生產國對於黃豆播種面積皆有提升，加上中美貿易戰影響，中國為最大黃豆進口國，中國宣布對 500 億美元的美國商品徵稅，其中包括黃豆，造成 07/2018 價格下跌；玉米則除了中國外，其餘國家期末庫存皆增加，推估未來報價仍向下，因此 3Q18 進入傳統旺季，雖營收可望提升，然若考量原料庫存價格水位，推估獲利能力將會略微下滑，全年 EPS 3.21 元。考量近幾年獲利能力轉佳，評價皆在區間高緣，維持以 15 倍評價未來四季 EPS，上檔空間仍有限，建議中立。

PE Band



資料來源：CMoney，JS 預估彙整

### 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
20180727	中立	42.0
20170706	持有	40.0
20151022	持有	22.5

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年7月27日

**損益表**

單位：百萬元	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	75,796	75,931	72,110	18,781	17,960	19,226	19,964	17,123	17,599	18,391	18,998	17,512
營業毛利	9,928	10,233	10,407	2,521	2,319	2,716	2,677	2,552	2,580	2,613	2,662	2,355
營業費用	7,184	7,220	7,785	1,717	1,753	1,946	1,803	1,966	1,989	1,931	1,900	1,751
營業利益	2,744	3,013	2,622	803	566	770	873	586	591	682	762	604
營業外收支	397	327	836	-32	12	133	214	508	104	118	106	107
稅前純益	3,141	3,340	3,457	771	578	903	1,087	1,095	695	800	868	711
稅後純益	2,058	2,239	2,363	503	381	650	705	793	423	546	600	489
最新股本	7,364	7,364	7,364	7,364	7,364	7,364	7,364	7,364	7,364	7,364	7,364	7,364
稅後 EPS(元)	2.80	3.04	3.21	0.68	0.52	0.88	0.96	1.08	0.57	0.74	0.82	0.66
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	13.1	13.48	14.43	13.42	12.91	14.13	13.41	14.9	14.66	14.21	14.01	13.45
營業利益率	3.62	3.97	3.64	4.28	3.15	4.01	4.37	3.42	3.36	3.71	4.01	3.45
稅前純益率	4.14	4.4	4.79	4.1	3.22	4.7	5.44	6.39	3.95	4.35	4.57	4.06
稅後純益率	2.72	2.95	3.28	2.68	2.12	3.38	3.53	4.63	2.41	2.97	3.16	2.79
<b>YoY(%)</b>												
營收	-3.14	0.18	-5.03	5.85	-2.54	-0.12	-2.02	-8.83	-2.01	-4.34	-4.84	2.27
營業利益	77.97	9.82	-12.99	13.53	0.01	16.64	7.88	-27	4.39	-11.42	-12.76	3.04
稅前純益	224.22	6.34	3.52	13.59	-20.91	5.41	24.44	41.99	20.11	-11.42	-20.17	-35.06
稅後純益	248.06	8.77	5.53	0.86	-27.7	14.05	52.29	57.65	11.13	-16	-14.86	-38.42
<b>QoQ(%)</b>												
營收				-7.82	-4.37	7.05	3.84	-14.23	2.78	4.5	3.3	-7.82
營業利益				-0.78	-29.47	35.98	13.37	-32.86	0.85	15.39	11.65	-20.69
稅前純益				-11.75	-24.96	56.18	20.31	0.7	-36.52	15.17	8.44	-18.09
稅後純益				8.72	-24.31	70.55	8.51	12.54	-46.64	28.92	9.98	-18.6

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	2016	2017	1Q18
流動資產	19,613	21,047	20,653
現金及約當現金	2,919	3,661	3,316
公允價值衡量金融資產	60	2	2
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	6,946	7,382	6,481
非流動資產	18,251	19,701	20,545
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	11,879	13,430	13,979
無形資產	144	140	194
<b>資產總計</b>	<b>37,864</b>	<b>40,748</b>	<b>41,198</b>
流動負債	15,900	16,007	15,201
短期借款	7,051	5,536	5,970
非流動負債	1,781	3,018	3,304
<b>負債總計</b>	<b>17,681</b>	<b>19,025</b>	<b>18,505</b>
股本	7,364	7,364	7,364
普通股股本	7,364	7,364	7,364
資本公積	2,471	2,551	2,551
保留盈餘	4,385	5,521	6,311
庫藏股票	-306	-306	-306
<b>股東權益</b>	<b>20,183</b>	<b>21,723</b>	<b>22,693</b>
每股淨值(元)	21.61	23.41	24.74
流動比率(%)	123.35	131.49	135.86
速動比率(%)	75.11	81.01	82.37
應收帳款週轉率(%)	12.84	12.35	2.9
負債比率(%)	46.7	46.69	44.92
稅後股東權益報酬率(%)	14.49	14.55	4.82

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
繼續營業單位稅前損益	3,141	3,340	1,095
折舊及攤提費用	1,376	1,364	363
利息費用	326	277	56
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	59	-26	-371
處分不動產、廠房及設備	-21	-49	-3
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-216	-279	-59
存貨增減	-92	-532	855
應付帳款增減	186	646	-2
<b>營業活動現金流量</b>	<b>3,988</b>	<b>4,529</b>	<b>152</b>
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	-50	-65	--
取得不動產、廠房及設備	-1,708	-3,020	-707
處分不動產、廠房及設備	294	144	17
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-807</b>	<b>-3,035</b>	<b>-615</b>
短期借款增減	-521	-827	-74
長期借款增減	-2,647	996	311
公司債發行	--	--	--
公司債償還	-3,301	--	-82
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-515	-1,025	--
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-4,176</b>	<b>-1,082</b>	<b>112</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>-1,485</b>	<b>742</b>	<b>-344</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年7月27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