

個股報告

2012年5月29日

名稱(代碼)	評等	投資建議
台肥(1722)	買進	<ul style="list-style-type: none"> ● 台肥與華固合建案「天匯」預計10/2012完工後認列,IBTSIC預估貢獻2012年營收金額16億元,淨利金額12億元。 ● 台肥南港土地潛在利益500億元,新竹土地潛在利益181億元,合計南港新竹土地潛在利益681億元,貢獻台肥每股淨值69.53元。 ● 在中國尿素禁止出口情況下,激勵尿素04/2012~05/2012每噸行情來到480~500美元水準,達到歷史相對高檔水準,IBTSIC預估轉投資朱肥2012年貢獻台肥2012年轉投資收益32~34億元, YoY-2.3~+3.84%。 ● IBTSIC預估台肥2012年營收金額185億元, YoY+9.01%,稅後盈餘35.29億元, YoY+17.21%,稅後EPS 3.60元。 ● 投資建議:台肥目前股價PBR 1.2~1.3X水準,已來到近三年相對低檔水準,故投資建議調升至買進,目標價PBR 1.6X。(2012年底淨值54.2元為計算基礎)

前次評等

區間操作

洪國峰 titan.horng@ibts.com.tw 分機:2117

營運分析

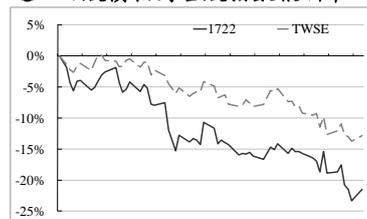
公司基本資料

收盤價 (05/28/2012)	66.70
股本(百萬)	9,800
負債比(%)	21.01
總市值(億)	653.70
近20交易日均量(張)	2,324
融資餘額 (05/28/2012)	14,340

台灣肥料公司簡介

台灣肥料為台灣最大肥料生產廠商,資本額98億元,主要生產的肥料主要原料為尿素及液氨,其原料主要向Sabic進口;轉投資公司—朱拜爾肥料公司,也提供台肥原料來源。台肥本業獲利來源為台肥本身產品銷售,及朱肥的轉投資收入,貢獻台肥每年獲利金額25~40億元之間不等。另外台肥最引人注意的是擁有龐大的土地資產。已著手開發南港土地R13「甲子園」、R4「天匯」與R5「無雙」,成為台肥除本業外,另一項獲利來源。

近60日股價相對台股指數報酬率



營收結構概況

台肥本業營收主要分成兩大類,肥料相關本業與房地產收入,其中肥料相關本業主要有肥料產品、化工產品、尿素與其他收入;房地產收入則主要有營建收入與租金收入。在肥料產品收入方面,台灣國內每年肥料需求量為110萬噸,其中台肥每年可提供80~90萬噸肥料產量,為國內最大肥料供應商,在國內市占率約在72~80%,肥料實施價格調整機制,價格受政府機關管制,肥料產品毛利率-2~+2%。回顧2011年,台肥肥料產品營收金額78.29億元, YoY+9.1%。IBTSIC推估台肥肥料產品2012年營收金額83億元, YoY+6%。

近20日融資變化及法人買賣超(張)

融資	527
投信	189
自營商	285
外資	-12,376

資料來源:IBTSIC彙製

化工產品方面,包含工業級尿素、液氨、硝酸、美耐明、磺胺酸、硫酸與發煙硫酸等,整體化工產品平均毛利率10~15%。回顧2011年,台肥化工產品營收金額32.59億元, YoY+17.7%。IBTSIC推估台肥化工產品2012年營收金額34.0億元, YoY+4.3%。

個股報告

2012年5月29日

尿素方面，主要向 Sabic 進口，提供國內穩定與合理價格的尿素。回顧 2011 年，台肥尿素營收金額 37.4 億元，YoY+47.7%。IBTSIC 推估台肥尿素產品 2012 年營收金額 41.0 億元，YoY+9.6%。

營建收入方面，2009~2011 年主要為「甲子園」完工比例法貢獻，回顧貢獻 2011 年營收金額 10.53 億元，YoY+3.3%，並於 2011 年結案。展望 2012 年，「天匯」在 2012 年完工交屋，IBTSIC 預估交屋比重 50%，貢獻 2012 年營收金額 16 億元，YoY+51.9%。

表一、台肥營收結構概況

營收金額(百萬元)	2010	2011	2012(f)	毛利率
肥料產品	7,179	7,829	8,300	-2%
化工產品	2,768	3,259	3,400	10~15%
尿素	2,532	3,740	4,100	8~12%
營建收入	1,020	1,053	1,600	75~80%
租金收入	573	551	580	65~70%
其他收入	357	538	520	10~15%
合計	14,429	16,971	18,500	

營收比重

肥料產品	49.8%	46.1%	44.9%
化工產品	19.2%	19.2%	18.4%
尿素	17.5%	22.0%	22.2%
營建收入	7.1%	6.2%	8.6%
租金收入	4.0%	3.2%	3.1%
其他收入	2.5%	3.2%	2.8%
合計	100.0%	100.0%	100.0%

營收YoY

肥料產品	-	9.1%	6.0%
化工產品	-	17.7%	4.3%
尿素	-	47.7%	9.6%
營建收入	-	3.3%	51.9%
租金收入	-	-3.8%	5.2%
其他收入	-	50.6%	-3.3%
合計	-	17.6%	9.0%

資料來源：台肥&IBTSIC彙整

個股報告

2012年5月29日

租金收入方面，主要為南港 C6~C9 土地、南京東路台肥大樓、新竹閒置資產等租金收入，回顧 2011 年，台肥租金收入營收金額 5.51 億元，YoY-3.8%，IBTSIC 推估台肥 2012 年租金收入營收金額 5.8 億元，YoY+5.2%。

● 轉投資朱肥概況

中東朱肥方面，台肥持股50%，朱肥尿素年產量65萬噸、液氮年產量42萬噸、2-EH年產量16萬噸、DOP年產量5萬噸。

回顧4Q11，尿素價格下滑至440美元/噸，較上季每噸減少40~60美元；2-EH受到下游DOP需求不振，每噸已下滑至1,500美元水準，在尿素與2-EH報價下滑影響下，朱肥4Q11貢獻台肥轉投資收益8.45億元，QoQ-21.25%。合計朱肥2011貢獻台肥轉投資收益32.74億元，YoY+158.88%。

回顧1Q12，尿素報價落在400美元，較上季減少40美元；2EH報價落在1580美元，較上季增加每噸80美元，加上尿素產能利用率達到滿載水準，朱肥1Q12貢獻台肥轉投資收益8.60億元，QoQ+1.8%。

時序進入2Q12，尿素行情受到中國限制尿素出口量，激勵尿素04/2012~05/2012每噸行情來到480~500美元水準，較上季每噸增加80~100美元，加上04~05/2012每噸2EH價格已達1650美元，較上季增加70美元水準，預期在價格上揚激勵下，朱肥2Q12貢獻台肥轉投資收益8.8億元，QoQ+2.3%。

在全球景氣面臨下滑趨勢，IBTSIC推估尿素全年價格將落在450~500美元/噸高檔水準、2EH價格方面，推估全年平均價格將落在1,500~1,700美元/噸水準，粗估朱肥2012年貢獻台肥2012年轉投資收益32~34億元，YoY-2.3~+3.84%。

● 台肥土地資產概況

台肥擁有土地51.45萬坪，帳面價值323.8億元，土地資產遍佈台北、基隆、高雄、新竹、花蓮及苗栗等地，其中最具價值的為台北南港土地及新竹土地。南港土地位於南港經貿園區內，目前已著手進行開發，詳細情況在下段介紹。另外新竹土地，主要由工業用地變更成科商用地，將成為新竹市政府規劃之科商用地，土地行情水漲船高。IBTSIC預估南港與新竹土地潛在利益高達681億元，潛在貢獻台肥每股淨值69.53元。



個股報告

2012年5月29日

表二、台肥全台土地概況

	土地面積 (坪)	帳面價值 (億元)	潛在利益 (億元)	目前情況
台北市	39,038	136.17	500.0	南港經貿園區
新北市	19,991	10.59	0.0	管理處、宿舍
基隆	72,847	44.96	0.0	生產過磷酸鈣、複合肥料
高雄	48,865	49.00	0.0	生產過磷酸鈣、複合肥料、硝酸
新竹	71,209	40.45	181.4	生產美耐明、磺胺酸、剝離液
花蓮	169,722	25.55	0.0	海洋深層水生技園區
苗栗	92,883	17.09	0.0	生產硝酸銨鈣、有機質肥料
合計	514,553	323.81	681.4	

資料來源：台肥&IBTSIC彙整

● 台肥南港土地概況

台肥南港土地惠於三鐵共構題材，再加上捷運內湖線及南港線在經貿園區內交會，台肥在南港經貿園區的土地具開發價值。

C6~C9(表二)土地已由中信金承租，中信金將計劃興建金控總部之用(中信金負責興建，台肥僅提供土地，五十年後建物屬於台肥)，權利金為32億元(分五十年認列)，再加上每年土地租金收益1.51億元，每年計算租金與權利金，挹注台肥每年淨利金額2.15億元，貢獻台肥EPS 0.22元。潛在利益方面，IBTSIC年金現值5%折現來計算，C6~C9潛在利益43億元，提升台肥每股潛在淨值為4.40元。

台肥C2、C3、C4共約2萬4千多坪的土地，為觀光旅館及商業娛樂用地，主要以收取租金為主。C2土地基地面積 7,051坪，總樓地板面積為69,800坪，台肥將規劃投入109億元興建2棟國際觀光旅館(房間數1000間)與3棟辦公大樓，預計2Q~3Q12將會確定飯店經營業者，預計2013年開始動工、2017年完工。IBTSIC每坪每月租金2,000元、承租率為70%來計算，年租金收入為11.73億元，在扣除營造成本每年折舊金額3.63億元(營造成本約109億元，以30年攤提)加上每年相關維護費用2.1億元，C2年租金收益6億元，IBTSIC年金現值5%折現計算，C2潛在利益120億元，提升每股潛在淨值12.24元。

**個股報告**

2012年5月29日

C3土地基地面積15,565坪，總樓地板面積121,347坪，規劃商業娛樂中心（如百貨公司、金融保險業、社教設施等），每坪每月租金以2,000元、承租率為75%計算，年租金收入21.84億元，在扣除每年折舊6.33億元（營造成本約190億元，以30年攤提），加上每年相關維護費用3.67億元，C3每年租金淨收益11.84億元，IBTSIC以年金現值5%報酬率計算，潛在利益236.8億元，提升每股潛在淨值24.16元。

C4土地基地面積 2,091坪，總樓地板面積為15,995坪，規劃興建商用辦公大樓，IBTSIC以每坪每月租金1,500元、承租率為80%來計算，每年租金收入2.30億元，在扣除營造成本每年折舊約0.8億元（營造成本約24億元，以30年攤提），加上每年相關維護費用0.2億元，C4每年租金收益1.3億元，潛在利益IBTSIC以年金現值5%報酬率計，潛在利益26億元，提升每股潛在淨值2.65元。綜合C2、C3、C4土地概況，潛在利益高達382.8億元，貢獻台肥每股淨值39.06元。

表三、台肥南港商用土地開發概況

	土地面積 (坪)	帳面價值 (億元)	潛在利益 (億元)	開發計畫
C2	7,051	30.07	120.0	商業區-觀光旅館
C3	15,565	53.60	236.8	商業區-商業娛樂設施
C4	2,091	6.33	26.0	商業區-商用辦公大樓
C6~9	9,285	37.65	43.0	商業區-中信金控總部
合計	33,992	127.65	425.8	

資料來源：台肥&IBTSIC彙整

另外R4、R5、R13與R17共四地約4,887坪土地，台肥主要規劃住宅出售方式進行開發。R13土地「甲子園」，於2Q08推出，基地面積988坪，總樓地板面積5,660坪，其中台肥分得4,000坪，台肥分配總銷金額25.09億元，R13案淨利10.72億元，銷售率100%，已於3Q11完工交屋，回顧貢獻2009~2011年營收金額4.36億元、10.2億元與10.53億元，於2011年結案。

R4土地部分，與華固建設共同興建「天匯」，基地面積1,367坪，華固出興建成本與容積移入成本、台肥出土地合作，總樓地板面積7,500坪（華固分3,500坪、台肥分4,054坪），華固部分已在2Q10推出兩週內銷售完畢，平均成交價在每坪70萬元，台肥分配總銷金額32億元，台肥部分已於3Q10推出，銷售率100%，在扣除土地成本與銷售費用約10億元，R4案淨利金額24億元，貢獻台肥EPS 2.45元，台肥在興建過程由並無實質出資營造成本，僅能採全部完工法認列營收，預計10/2012完工，IBTSIC推估2012年交屋比例50%、2013年交屋比例50%，貢獻2012~2013年營收金額16億元與16億元，並於2013年上半年結案。

**個股報告**

2012年5月29日

R5案名「無雙」，基地面積2,040坪，與鄰近土地500坪共同開發，台肥分得總樓地板面積10,280坪，「無雙」總銷金額97億元，在扣除土地成本、營造成本與銷售費用53億元，「無雙」淨利金額44億元，挹注台肥EPS 4.49元，已於1Q11~2Q11推出，銷售率達100%，已於4Q11動工、預計3Q14完工，IBTSIC推估貢獻台肥2014年營收金額97億元。

最後R17用地，基地面積566坪，將興建大樓產品，粗估總銷金額11億元，扣除土地與營造成本5億元，淨利金額6億元，挹注台肥每股淨值0.61元。綜合上述R4、R5、R13與R17土地，潛在開發利益74億元，貢獻台肥每股淨值7.55元。

表四、台肥南港住宅土地開發概況

建案	台肥可銷面積(坪)	總銷金額(億元)	淨利金額(億元)	2011年淨利(億元)	2012年淨利(億元)	2013年淨利(億元)	2014年淨利(億元)
甲子園	4,000	25.0	10.72	4.51	0.00	0.00	0.00
天匯	4,054	32.0	24.00	0.00	12.00	12.00	0.00
無雙	10,280	97.0	44.00	0.00	0.00	0.00	44.00
R17	1,500	11.0	6.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合計	19,834	165.0	84.72	4.51	12.00	12.00	44.00

資料來源：台肥&IBTSIC彙整

圖一、台肥南港土地位置



資料來源：台肥&IBTSIC彙整

**個股報告**

2012年5月29日

整體來說，台肥南港土地共有3.5萬多坪，在C部分土地主要以收取租金收益為主，R部分土地以住宅出售利益為主，經過IBTSIC計算，台肥在南港土地之潛在利益500億元，提升台肥每股淨值51元。

- **台肥新竹土地概況**

台肥新竹廠已在11/2006通過土地變更，由工業用地變更成為科商用地，台肥新竹廠仍為生產基地，台肥將等2013年新竹廠遷移至台中港港區後，將會進行土地開發動作。新竹廠位於竹科約五分鐘車程，總面積8.4萬坪土地，在扣除30%捐地之後（捐地為E1），剩下5.80萬坪。

開發時程最快的為D7A土地，D7A土地面積17,790坪，樓地板面積達64,044坪，IBTSIC以每坪每月租金1,200元，出租率70%計算，年租金收入可達6.46億元，扣除營造成本每年折舊2.57億元，台肥新竹D7A每年租金收益3.89億元，潛在利益IBTSIC以年金現值7%報酬率計，D7A潛在利益為55.63億元，貢獻台肥每股潛在淨值5.68元，預計3Q12動工，預計2013年完工。

在D7A土地開發後，將會開發D3土地，土地面積6907坪，樓地板面積24,865坪，IBTSIC以每坪每月租金1,200元，出租率70%計算，年租金收入2.51億元，扣除營造成本每年折舊1億元，D7每年租金收益1.51億元，潛在利益IBTSIC以年金現值7%報酬率計，D7A潛在利益21.6億元，提升台肥每股潛在淨值2.20元。

其餘D4~D6與D7E土地面積合計達33,323坪，樓地板面積119,963坪，IBTSIC以每坪每月租金1,200元，出租率70%計算，年租金收入12.09億元，扣除營造成本每年折舊金額4.8億元，每年租金收益7.29億元，潛在利益IBTSIC以年金現值7%報酬率計，潛在利益為104.2億元，提升台肥每股潛在淨值10.63元。綜合來說，台肥新竹廠若以出租的方式進行開發，IBTSIC預估潛在利益181.42億元，貢獻台肥每股淨值18.51元。

表五、台肥新竹土地開發概況

	土地面積 (坪)	建物樓地板面積 (坪)	年租金收入 (億元)	潛在利益 (億元)
D3	6,907	24,865	2.51	21.60
D7A	17,790	64,044	6.46	55.63
D4~6&D7E	33,323	119,963	12.09	104.20
合計	58,020	121,842	21.05	181.42

資料來源：台肥&IBTSIC彙整

個股報告

2012年5月29日

● 2012年獲利概況

台肥2012年在合建案「天匯」於2012年完工交屋，IBTSIC預估貢獻2012年營收金額16億元、淨利金額12億元，帶動台肥本業大幅成長；加上轉投資朱肥貢獻轉投資收益32~33億元，台肥2012年營運呈現持續成長。IBTSIC預估台肥2012年營收金額185億元，YoY+9.01%，營業利益8.65億元，YoY+93.56%，稅後盈餘35.29億元，YoY+17.21%，稅後EPS 3.60元。

台肥2012~2014年南港住宅土地將進入完工交屋階段，預計2012~2014年分別貢獻獲利金額12億元、12億元與44億元，挹注台肥EPS 1.22元、1.22元與4.49元。在住宅土地開發完成後，台肥將陸續開發商業區土地，後續可持續留意商業區土地開發流程。

● 股利政策

台肥股利政策都配發現金股利為主，股利發放率80%以上。回顧2010年，台肥股利政策配發現金股利2.20元，股利發放率125%。台肥已公告2011年股利政策，將配發現金股利2.3元，股利發放率75%，現金殖利率3.3~3.5%。

表六、歷年股利政策表

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
每股盈餘(元)	3.71	3.85	2.24	1.29	1.76	3.07
現金股利(元)	3.00	3.40	1.80	1.40	2.20	2.30
股票股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利發放率(%)	80.9%	88.3%	80.4%	108.5%	125.0%	74.9%

資料來源：IBTSIC彙整



個股報告

2012年5月29日

● 投資建議

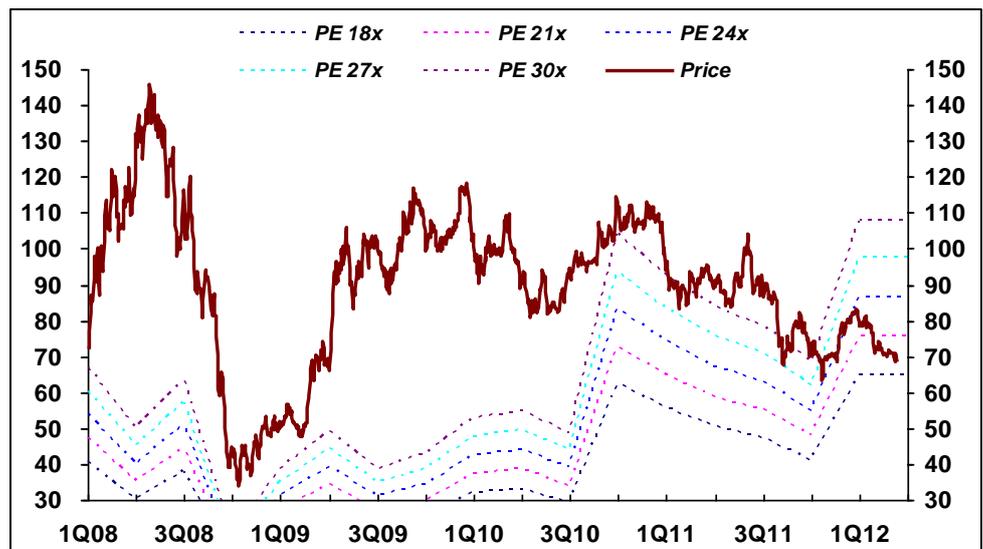
投資建議：台肥目前股價PBR 1.2~1.3X水準，已來到近三年相對低檔水準，故投資建議調升至買進，目標價PBR 1.6X。（2012年底淨值54.2元為計算基礎）

圖二：台肥PB Band



資料來源：IBTSIC

圖三：台肥PE Band



資料來源：IBTSIC

個股報告

2012年5月29日

	2010	2011	2012(f)	4Q11	1Q12	2Q12(f)	3Q12(f)	4Q12(f)
單位：佰萬元								
簡明損益表								
營收	14,429	16,971	18,500	4,392	4,588	4,250	4,350	5,312
毛利	1,983	1,735	2,139	201	161	235	250	1,493
營業費用	1,137	1,288	1,274	366	298	295	297	384
營業利益	846	447	865	-165	-136	-60	-47	1,109
業外收入	1,249	3,297	3,350	836	847	827	812	864
業外支出	250	458	300	377	113	60	55	72
稅前利益	1,845	3,286	3,916	294	598	707	710	1,901
稅後淨利	1,724	3,011	3,529	428	517	636	646	1,730
股本	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800
稅後EPS(元)	1.76	3.07	3.60	0.44	0.53	0.65	0.66	1.76
經營效率(%)								
毛利率	13.74%	10.23%	11.56%	4.58%	3.51%	5.53%	5.75%	28.11%
營業利率	5.86%	2.63%	4.68%	-3.75%	-2.97%	-1.41%	-1.08%	20.87%
稅前淨利率	12.79%	19.36%	21.17%	6.68%	13.03%	16.64%	16.32%	35.78%
稅後淨利率	11.95%	17.74%	19.08%	9.74%	11.27%	14.97%	14.85%	32.56%
季成長率(%)								
營收QoQ				-3.31%	4.48%	-7.37%	2.35%	22.11%
毛利QoQ				-51.10%	-19.87%	45.72%	6.38%	497.20%
營業利益QoQ				-295.33%	-17.16%	-56.04%	-21.67%	-2458.81%
稅前利益QoQ				-74.55%	103.76%	18.21%	0.42%	167.70%
稅後淨利QoQ				-56.27%	20.94%	23.01%	1.54%	167.70%
年成長率(%)								
營收YoY	-15.71%	17.62%	9.01%	16.23%	14.52%	5.44%	-4.23%	20.96%
毛利YoY	-29.23%	-12.49%	23.27%	-61.99%	-73.41%	-54.45%	-39.25%	641.80%
營業利益YoY	-54.94%	-47.17%	93.56%	-161.02%	-143.25%	-128.33%	-155.72%	-772.91%
稅前利益YoY	-17.78%	78.08%	19.16%	-65.26%	-35.34%	-22.67%	-38.45%	547.54%
稅後淨利YoY	36.05%	74.70%	17.21%	-46.71%	-35.64%	-20.63%	-33.94%	304.38%

資料來源：IBTSIC



個股報告

2012年5月29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