

國立屏東大學

企業管理系

學生專題論文

佳格食品股份有限公司

指導教授：洪 振 虔 博士

學生：謝孟芸 蕭雅鳳
張育慈 蔡宜珍
楊純媛

中華民國 104 年 1 月

目錄

第壹章 緒論	1
一、研究背景	1
二、研究動機與目的	1
三、研究範圍	2
四、研究架構	2
第貳章 總體經濟分析	3
一、所得	3
二、利率	6
三、匯率	8
四、物價	9
五、油價	11
六、景氣循環	14
七、綜合評論	16
第參章 產業分析	17
一、產業循環週期	17
二、產業結構分析	17
三、產業事件分析	19
四、綜合評論	22
第肆章 公司分析	23
一、公司基本資料	23
二、公司治理	24
三、財務分析	28
四、股利政策	35
五、土地持有情形	36
六、公司事件分析	36
七、籌碼分析	39
八、綜合評論	44
第伍章 評價分析	45
第陸章 結論	54
第柒章 資料來源	55

第壹章 緒論

一、研究背景

食衣住行，向來是人民日常生活中必備的元素，而其中，食品更是民生的基礎，市場可說是非常的廣大，現今，在食品產業有著為數不少的食品企業及大小林立的食物公司，同業競爭者更是不勝枚舉。

企業如何在這個競爭激烈的產業中鞏固自己，穩定發展自有品牌，得到社會大眾的信任，讓產品可以受到消費者的青睞，並在眾多競爭者中脫穎而出，在食品產業裡保有一席之地且屹立不搖。

利益與道德之間，企業如何選擇。近年來食安問題層出不窮，社會大眾人心惶惶，導致消費者對政府、企業以及產品的不信任，企業該如何重拾消費者信心以及取得社會大眾的信任，在這波食安風暴下，食品業者可說是備受考驗。

二、研究動機與目的

近年來台灣食品安全備受關注，屢造成社會不安，猶記得去年食品風暴時，幾乎每家食品廠都上了媒體，人人自危，也暴露出台灣食品管理不當的問題。當時不少人認為，台灣美食王國的美譽已成為過去。

「只要品質不出問題，做食品應該不容易賠錢」。讓原本只是總經理的曹德風買下總公司從台灣撤資的佳格，原經營團隊組成的佳格，接下授權繼續營運。致力追求好營養，提供提升國人健康的食品，研發出許多優良的產品，深得消費者的信賴，佳格快速突破困局，產品線不斷擴張，更成功奪下台灣食品股王寶座。今後將持續追求企業穩定成長，達到永續經營的目標。

企業價值，將會直接影響企業高層對於此企業的決策，決定企業未來要走的路。而對於一般大眾而言，以投資者跟評價者的角度，將會決定我們對於此企業的投資量跟評價點。

本專題是採取個案研究的方式，探討佳格公司之實質價值與市場價值，因此先以基本評價方法，從外部分析到內部分析，進一步了解公司組織結構、經營理念、

經營範疇、股價、營運能力等等，再藉由各評價方法，評估佳格企業之價值，利用歷年財務報表來了解佳格的獲利率，在獲利的同時也要對社會與環境做出具體貢獻負起企業社會責任，推斷企業潛力並對佳格公司提出進一步的策略及建議。

三、研究範圍

本論文採用個案研究方法，以台灣食品股份有限公司—佳格為研究對象。研究範圍首先以了解該公司組織結構、經營模式及策略方向為目的，再透過總體經濟分析、產業分析、公司分析、財務分析，來分析其現在資產價值及未來可創造價值。

四、研究架構

研究架構大致可分為五個部分：首先對總體經濟環境大致描述，其次對食品產業概況進行分析，再將佳格公司做公司分析，再對公司分析與企業評價做一結合，最後再提出本文之結論與建議。茲將本文研究內容分為下列各章。

第壹章：緒論，說明本文研究背景、研究動機與目的、研究範圍、研究架構。

第貳章：總體分析，介紹「所得」、「利率」、「匯率」、「物價」、「油價」、「景氣循環」，最後分析總體經濟環境未來發展趨勢。

第參章：產業分析，從「產業循環週期」、「產業結構」、「產業事件分析」去對食品產業進行分析，再進而分析產業未來趨勢。

第肆章：公司分析，先介紹基本資料及組織架構，來了解公司組織規模及狀況，再藉由財務分析與同產業競爭對手統一公司互相比較，而得知目前公司績效的好壞，進而分析出公司未來發展趨勢。

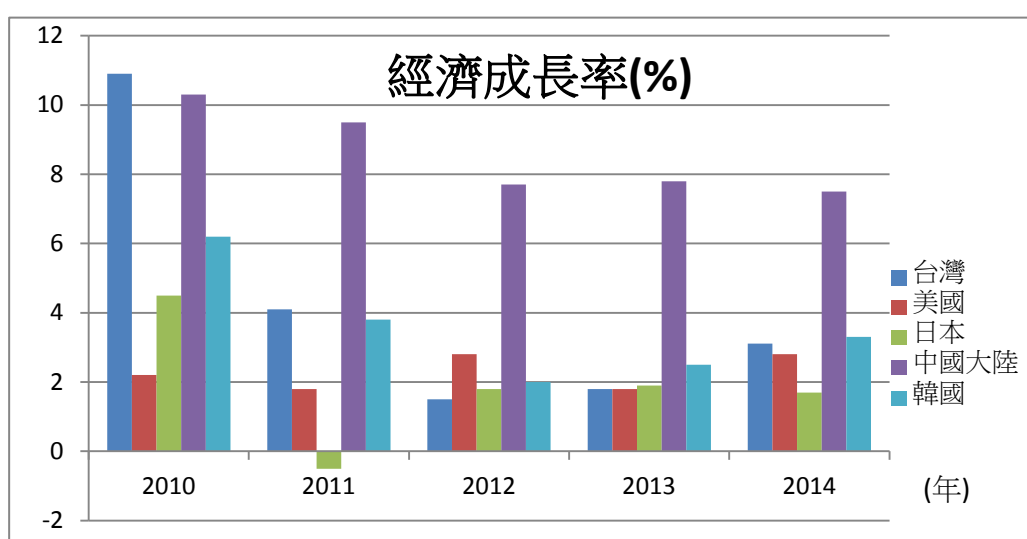
第伍章：企業評價分析，針對佳格公司 2008-2013 年度的財務報表進行評價，從近幾年的財務報表了解佳格公司的獲利性、風險性及未來的成長性，透過現金流量折現法將佳格公司分為三階段評價出企業合理的價值。

第陸章：結論，就本文研究內容提出結論。

第貳章 總體經濟分析

一、所得

展望 2014 年，隨著台灣經濟融入全球化程度加深，近年來國際與台灣經濟成長率連動性提高，使得 2014 年經濟表現較 2013 年為佳，根據台經院 11 月 5 日所公布之最新預測，2014 年國內實質 GDP 成長率為 3.11%，較台經院估計 2013 年的 1.93% 提高 1.18 個百分點。



分析：

1. 2011 年國際情形複雜多變、國內經濟出現新問題，但大陸中央以轉變發展方式為主線，堅持實施積極財政政策、穩健貨幣政策，不斷加強和改善宏觀調控，因此，2011 年中國大陸經濟持續保持平穩較快發展。
2. 2013 年上半年受惠於震災重建需求持續發酵的影響，消費與投資增加，使經濟成長呈現擴張的局面，但進入下半年後，日本國內工業生產和出口疲弱，民間消費表現持平，整體經濟復甦腳步呈現停滯狀態，加上短期內日本經濟將持續收到國外出口市場需求以及歐債局勢等因素制約，成長力道將加速減緩。
3. 2014 年台灣成長為 3.11%，較去年成長 1.18%，是因為美、英經濟成長平穩，

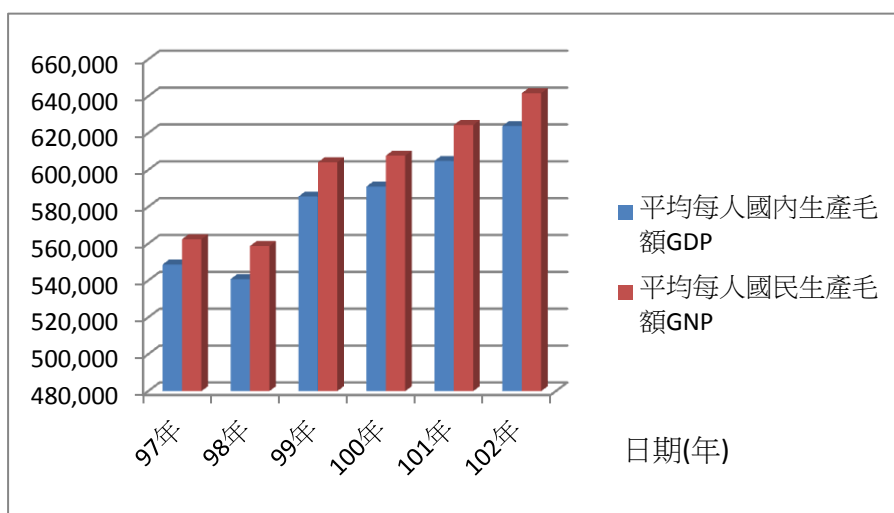
加上低油價帶來的正面助益，有助維繫全球景氣復甦態勢。

在消費部分，台灣 GDP 的組成項目中，民間消費在 2013 年面臨結構性因素及短期景氣雙重影響，估計 2013 全年民間消費成長率為 1.36%。

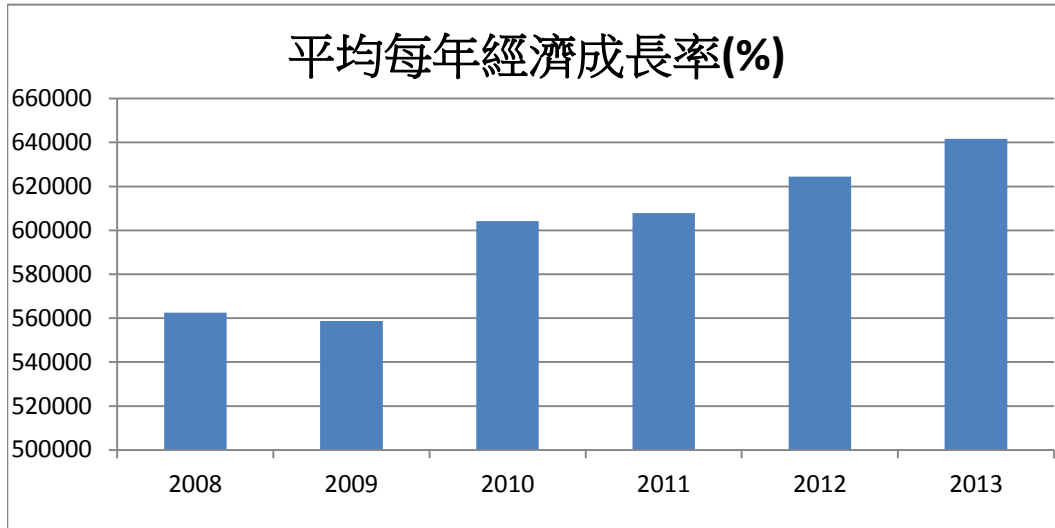
結構性因素方面	短期景氣因素方面
台灣民眾實質所得及薪資成長不進反退，使消費難以擴張。	全球景氣仍有疑慮，民眾消費信心受到波及。

展望 2014 年，受到國際景氣回溫及國內經濟成長率上揚所帶動，將可使消費有較佳表現，因此預測 2014 年民間消費成長率為 1.84%，較 2013 年提高 0.48 個百分點。

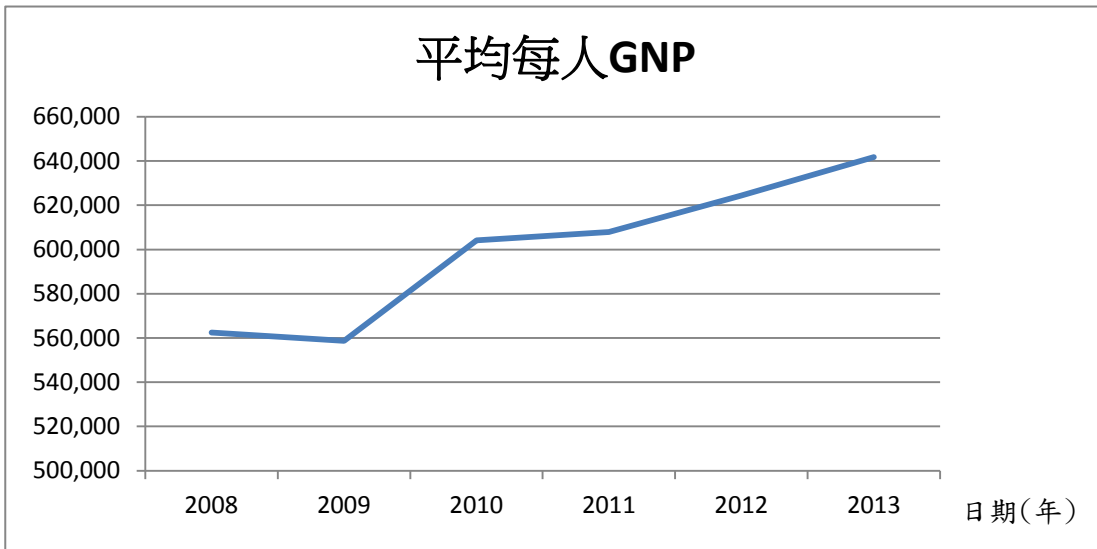
(所得-GDP 比較)



分析：受到景氣回升及經濟成長率上升的影響，國內產值逐漸升高。



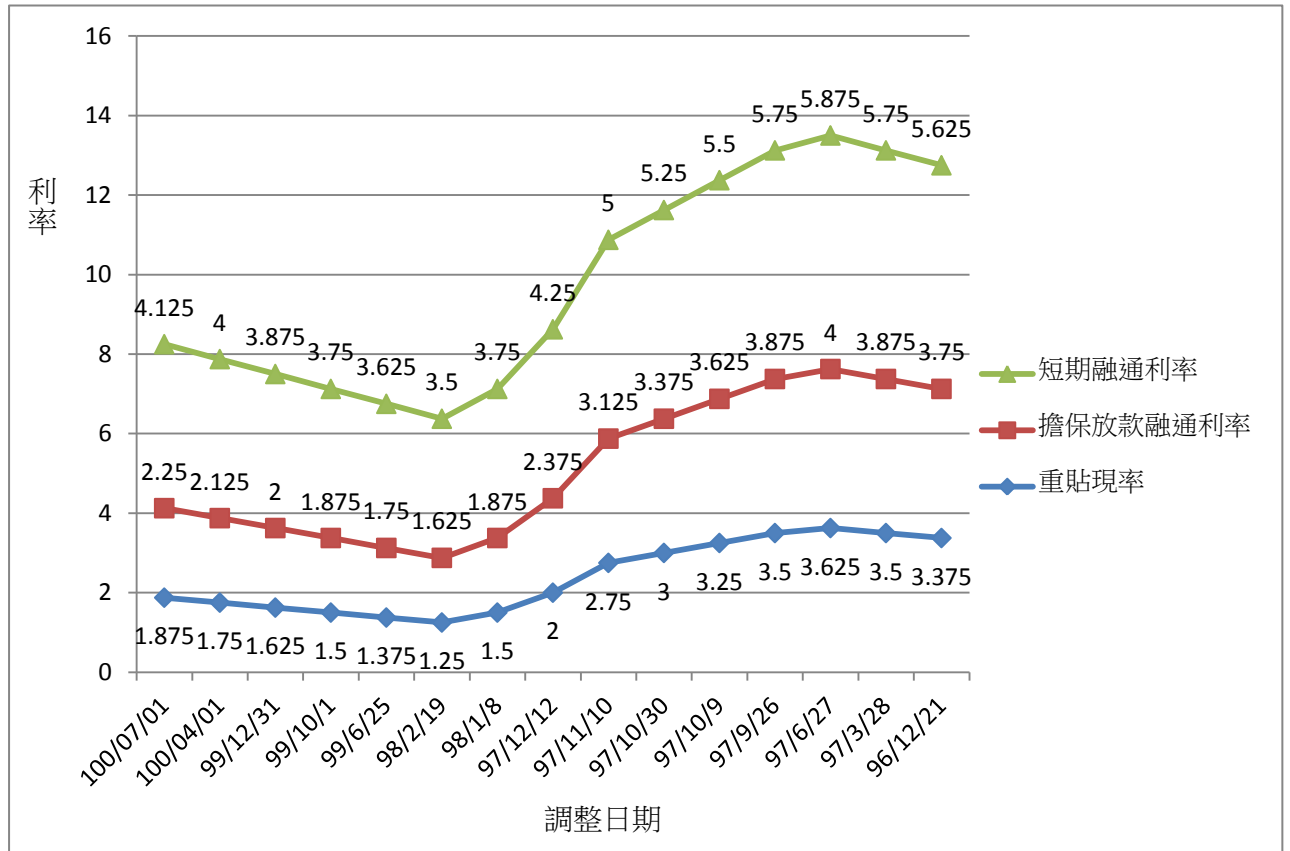
分析：2013 年經濟成長率 2.11%，2014 年第一季經濟成長為 3.04%。



分析：近幾年趨勢顯示上升情況，代表每一國民的平均所得水準提高，國民的生產力愈強、所享受的福利水準也愈好。

二、利率

(央行貼放利率)

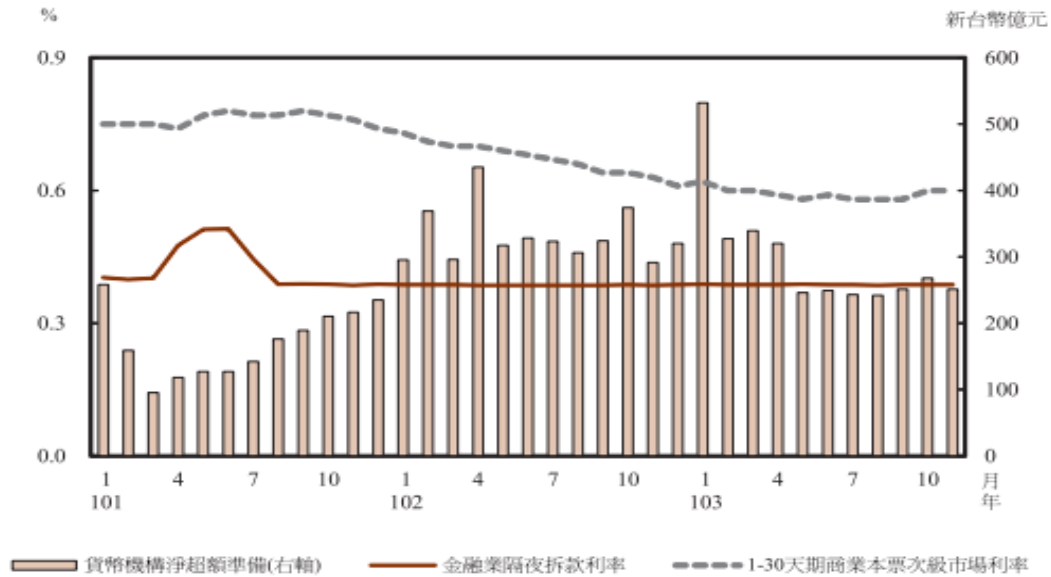


分析：

由於美國 QE 政策出現暫時不退場，央行第 3 季理監事會做出 10 度維持利率不變的決定，其中包括重貼現率、擔保放款融通利率、短期融通利率年息維持 1.875%、2.25%、4.125%。

目前主計處預估，國內受到電價調漲，去年第 4 季消費者物價指數 (CPI) 年增率會略高一些，就官方認為物價漲幅還在「可容忍範圍內」，若是以這樣的前提下，物價一向是央行貨幣政策最重要的因素，顯示央行利率暫時沒有調升的必要。

(國際利率)



近期全球經濟成長和緩，惟主要經濟體復甦態勢不一，國際情勢仍存在不確定性，為因應國內經濟溫和復甦，本行持續透過公開市場操作，調節市場資金，維持銀行超額準備於適中水準。以下分別就103年7月至11月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

本季貨幣機構日平均淨超額準備平均為246億元，較上季平均之271億元低。就各月資金情勢觀察，7、8月受稅款繳庫及公債發行等緊縮因素影響，日平均淨超額準備下降為243億元及242億元；9、10月分別受公債還本付息、國庫借款到期、統籌分配款及政務支出撥款增加等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備回升至251億元及268億元；11月再次受稅款繳庫及公債發行等緊縮因素影響，日平均淨超額準備轉降為251億元。

二、利率走勢

為維持物價及金融穩定，本行持續發行定期存單，收回市場游資，金融業隔夜拆款加權平均利率維持於0.387%左右，走勢持穩。至於票券市場短期利率方面，由於市場資金充裕，利率走勢相對穩定，其中商業本票1-30天期發行利率由6月之0.79%緩升至11月之0.82%，次級市場利率則由

0.59%微 升至0.60%;同期間,31-90天期發行利率則 由0.80%上升至0.83%,
次級市場利率則由 0.62%上升至 0.63%, 變動均不大。

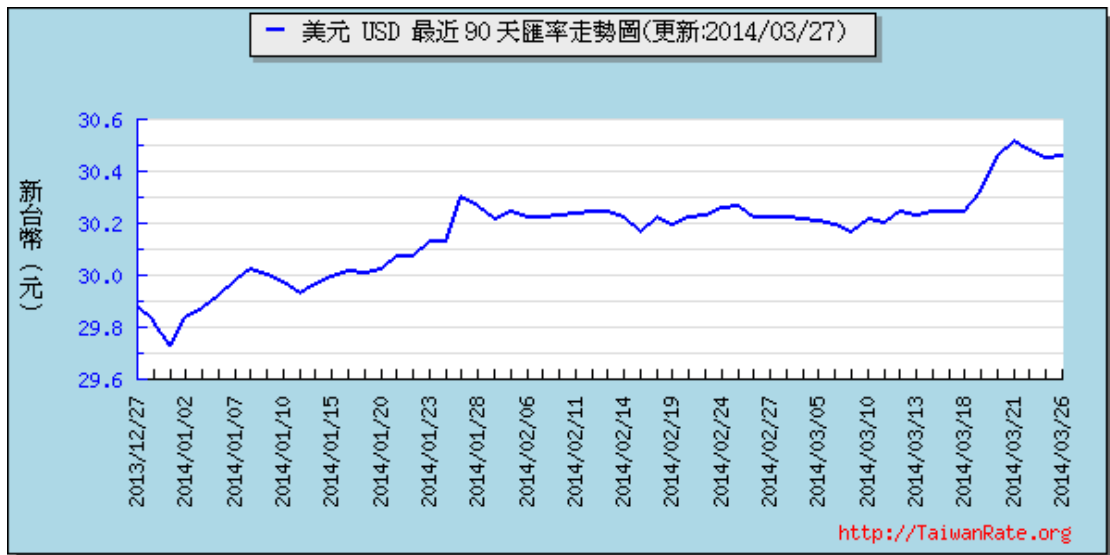
三、匯率

新台幣近幾月出現貶勢,若預期台幣匯率持續走貶,將有助出口產業如半導體、
電子組裝、筆記型電腦等外銷出口股,以及傳產的紡織族群賺取匯兌收益。

以匯兌收益來看,外銷比重高的電子科技業將最為受惠,尤其是中下游的產業,
因為原物料來自國內的占比較高,成本才不會被貶值的匯率吃掉。像是終端的組
裝、電子零組件等產業。

雖然近期外資持續敲進台股,熱錢流入將帶動新台幣走升,不過,人民
幣在人行調控下相對偏弱,對新台幣的升值也有壓抑的效果。

最近3個月美元對新台幣外匯走勢圖趨勢圖(最近3個月台幣貶值-1.47%)



(2013/12/27-2014/3/26 美元匯率走勢圖)

四、物價



2013 年大麥克指數 (以美元計價)

澳洲 \$4.94 (約台幣 150)

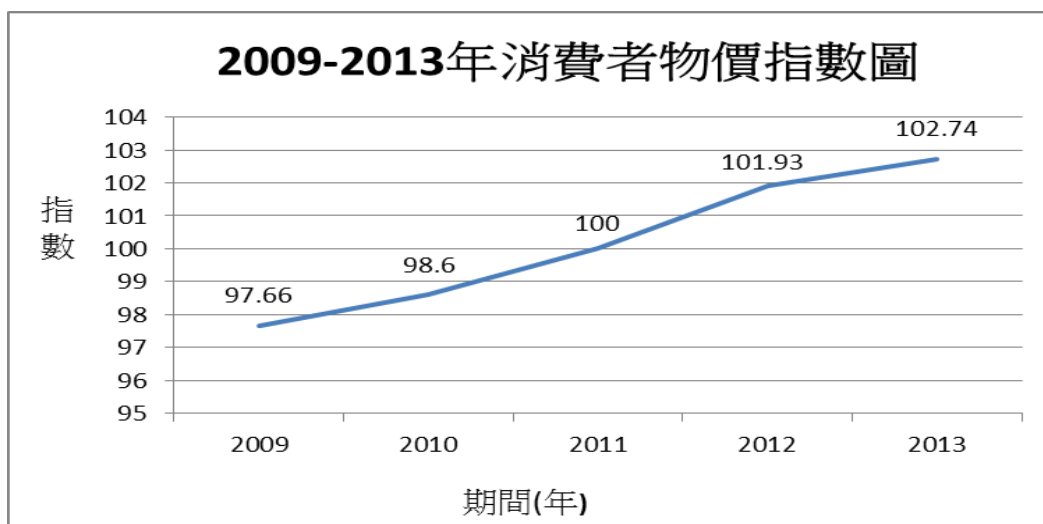
美國 \$4.2 (約台幣 126)

台灣 \$2.5 (約台幣 75)

中國 \$2.44 (約台幣 73)

香港 \$2.12 (約台幣 64)

「大麥克指數」Big Mac Index 當一國的物價指數參考，這個指數的用途是間接去瞭解各國薪資與物價之間的關係。而台灣在2013年的大麥克指數為2.5美元。



說明：

2013 年食物類的「有感物價」上漲，菜價平均比去年 9 月上漲超過 27%，食物類上漲 2.36%，3C 家電、通訊、金飾珠寶等「無感物價」下跌，即使整體物價平均看起來漲幅不高，卻大幅衝擊民眾日常生活。

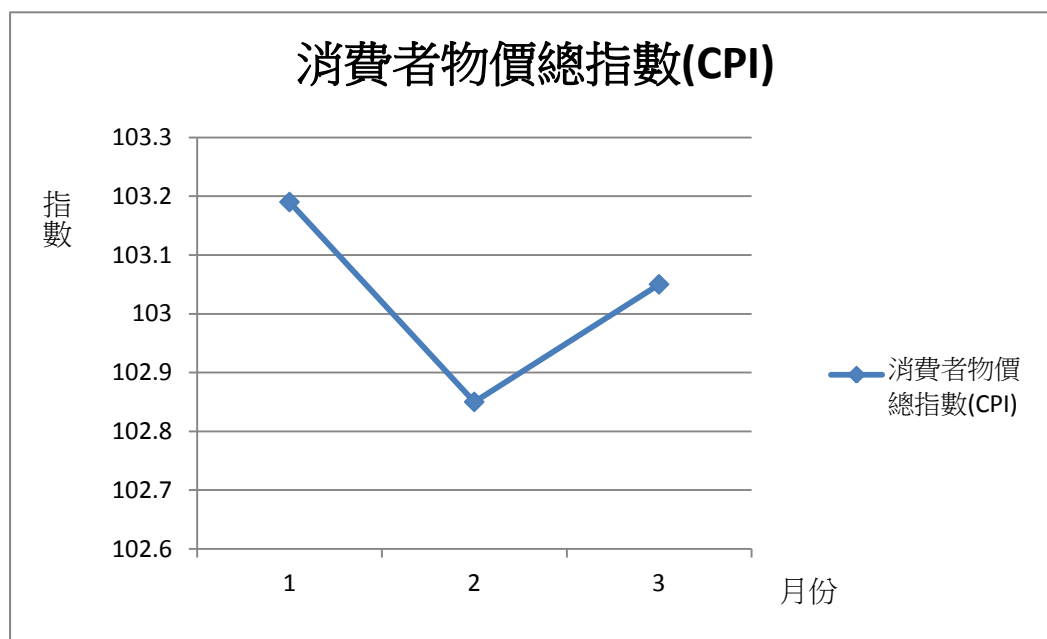
消費者物價指數

(一) 1 月總指數：1 月份消費者物價總指數(CPI)為 103.19(100 年=100)，較上月漲 0.24%；主因適逢農曆春節，相關肉類、水產品等需求增加，價格上揚，加以節前饋贈保母禮金，以及計程車資、理容服務費與旅遊團費價格調漲，惟蔬菜供量充裕價跌(跌 15.47%，影響總指數下跌 0.35 個百分點)，抵銷部分漲幅所致。

(二) 2 月總指數：2 月份消費者物價總指數(CPI)為 102.85(100 年=100)，較上月跌 0.40%較 2013(102)年同月跌 0.05%。主因農曆春節過後，相關食品價格及保母費回跌，加以冬季服飾折扣促銷所致。

(三) 3 月總指數：3 月份消費者物價總指數(CPI)為 103.05(100 年=100)，較上月漲 0.19%；主因蔬果、蛋類、豬肉及相關調理食品(肉乾、肉鬆等)價格上揚，惟農曆春節過後，計程車資及旅遊團費回跌，加以冬季服飾季末促銷，抵銷部分漲幅。

2014年1月至3月消費者物價指數圖



分析：

主計處表示，當前物價穩定，但食物類價格仍持續上揚，包括米、豬肉、雞肉等漲幅皆高。

五、油價

(一) 國際油價走勢

造成近年國際油價上漲的真正原因，實是以避險基金為主的國際金融炒家，利用石油市場普遍擔心油供不足的心理炒作結果。這可由目前期貨交易量已佔世界石油需求量三分之二以上，以及期貨的淨多頭數量和油價漲跌亦步亦趨加以佐證。炒作資金則來自近年來偏低的利率環境及氾濫的國際熱錢。

(二) 油價高漲對總體經濟之影響

石油價格若一直居高不下，就總體面而言，它將使企業成本上升、獲利減少，一旦成本轉駕消費者，在產品售價上升的壓力下，除了會帶動物價上升外，對消費者需求也有壓抑作用，不利經濟的成長，將導致全球經濟再度衰退。油價上漲所及，電力、航運、大宗物資、原物料均因成本上漲而被迫反映，除了加強產業經營的壓力外，也會進一步造成通貨膨脹。

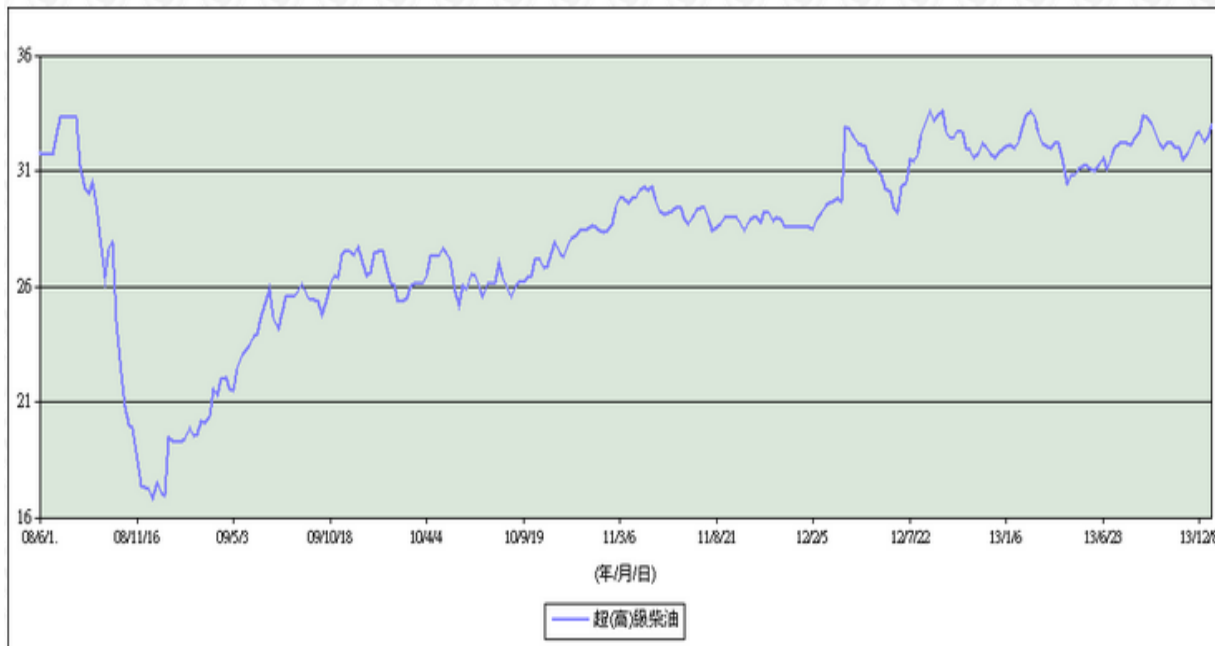
(三) 油價高漲對個別產業之影響

1. 交通運輸業：油價上漲，生產成本增加，而票價由交通和物價部門確定，還得維持原樣，利潤空間壓縮得厲害，虧損的線路增多，企業經營困難。
2. 石油化學工業：由於中國石油為國內石化工業的主要供應者，而且國內石油化業廠商(原油占其成本 70%至 80%)屬於寡占型態，可透過提高販售成本，會受太大波及。
3. 紡織業：紡織業因為主要原料來自化纖業，因此當油價上漲，化纖業反應成本上漲的部分時，紡織業的進貨成本自然提高，也可將成本上漲部分轉嫁至織布或成衣業。
4. 塑化業：油價高漲勢必造成各石化中間原料價格上揚，各廠商成本也將上升，但在目前下游業者慘澹經營下，石化業者在成本轉嫁不易下，多半自行吸收，因此油價高漲將影響石化業者的獲利狀況；但其中仍須視產品的供需而定，部分供需較吃緊的產品仍有調價空間。

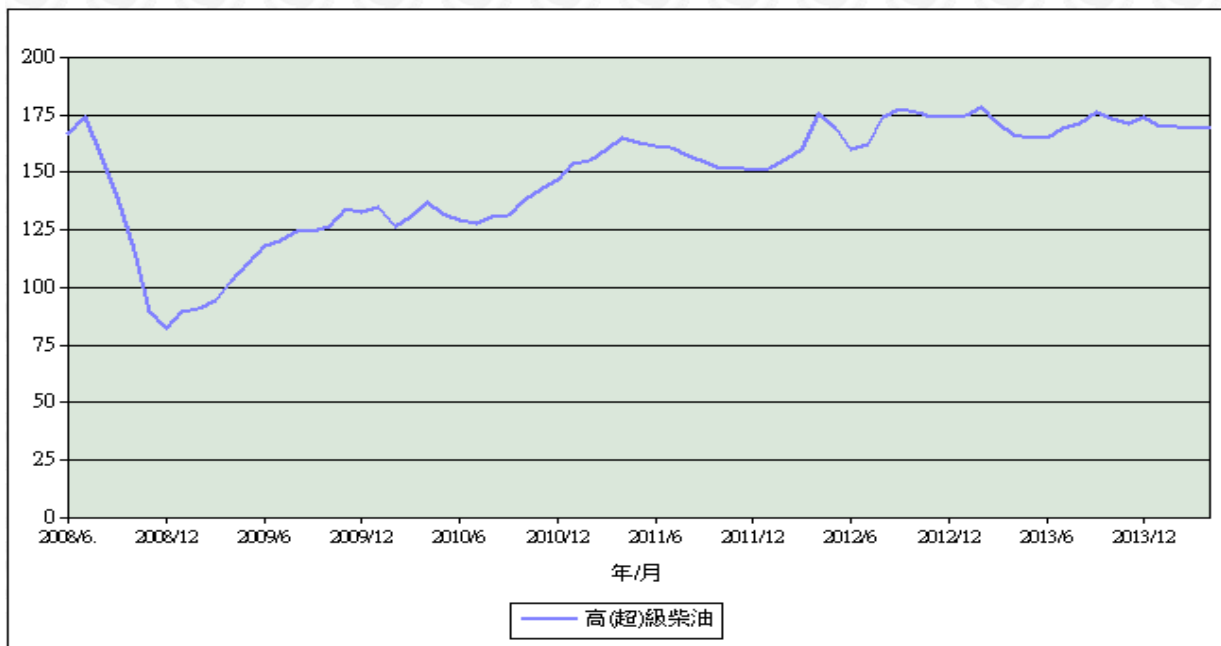
(四) 台灣未來因應油價高漲及短缺的做法-----開發新能源

1. 開發太陽能：發展許久的太陽能，這幾年才被證實是一項實用、可以用在生活上，可以大量商品化的產品，加上人類對乾淨能源的需求升高，台灣應加速讓其成為一個常原發展的產業。
2. 風力發電：將風能結合在生回收的造紙原料，並將之創新應用在生產製程上，已有效整合國內織業界少見的「綠色生產鏈」模式。對降低溫室氣體表現卓著，深具經濟與環境效益，也是產業永續發展里程的重要指標。

超(高)級柴油週均價比較趨勢圖(台幣/公升)



國內、國際油價月平均比較趨勢圖(美金/桶)



原油價格資料來源：2006年底以前 鉅亨網，2007年起 petronet

六、景氣循環

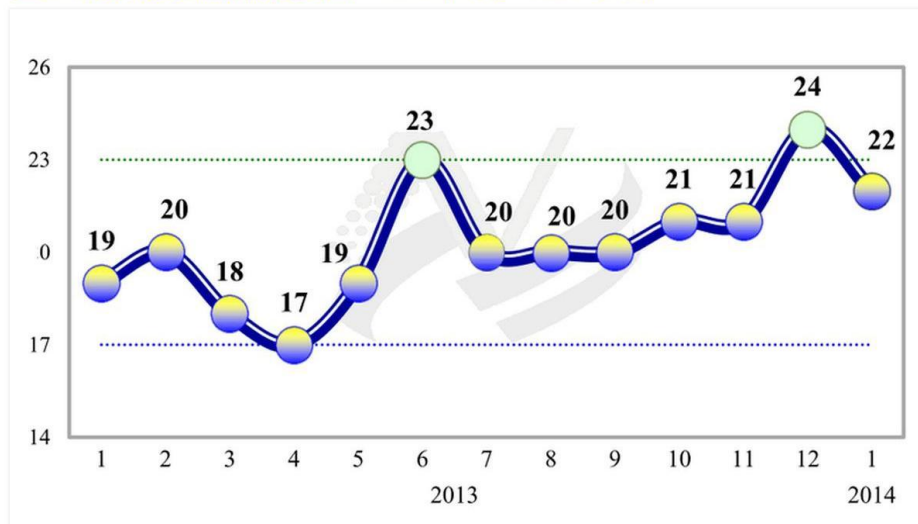
(一) 影響因素

- 1、歐美主權債信危機
- 2、經濟衰退風險升高
- 3、國內股價指數受拖累
- 4、出口值不佳
- 5、政府將加速推動自由經濟示範區
- 6、美國 QE 退場

(二) 景氣對策信號

- 2011 年 11 月：「藍燈」（象徵景氣低迷）。
- 持續到 2012 年 8 月：連續 10 個月為「藍燈」。
- 2012 年 9 月：因出口及外銷訂單回復成長、工業生產與零售業好轉，燈號轉為「黃藍燈」（表示景氣欠佳）。
- 至 2013 年 5 月已連續 9 個月維持「黃藍燈」。
- 2013 年 6 月轉為綠燈，分數增至 23
- 2013 景氣對策信號(分數)持續上升，2014 年 2 月由黃藍燈轉為綠燈，分數增加至 25

近 1 年景氣對策信號走勢圖：102 年 1 月～103 年 1 月



2013 年 6 月份邁入暑期消費的傳統旺季，擺脫食品衛生問題，百貨業年中慶與消暑商機的熱賣，且在加班工時增加、人力需求提升的帶動下，拉抬商業服務業景氣上揚，再度站上代表景氣「穩定」的綠燈。(財團法人商業發展研究院)

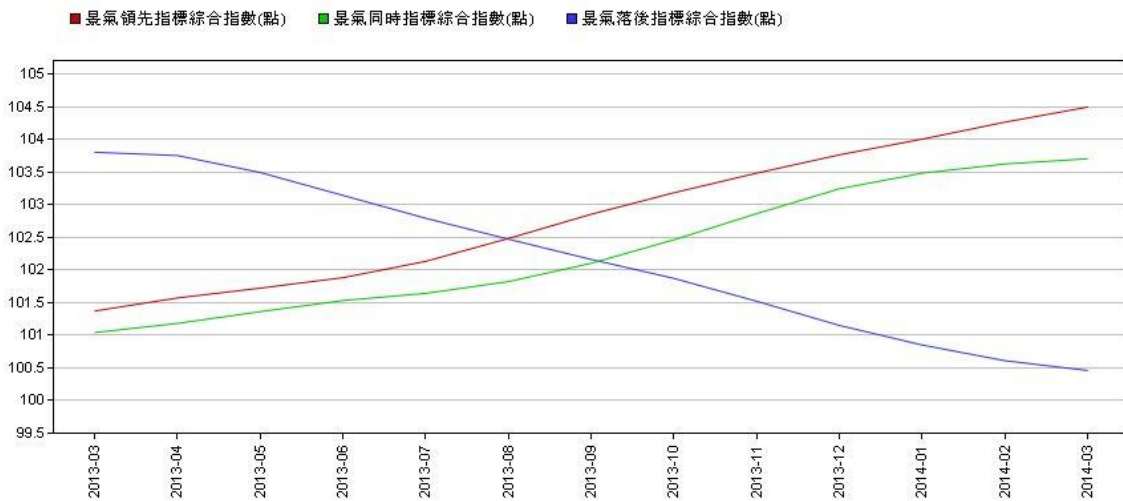
2014 年 1 月，金融面指標維持穩定，市場信心調查對未來半年景氣正面看法大幅增加，領先指標漲勢略微停頓，同時指標持續上升，顯示國內景氣雖仍維持復甦態勢，但仍須留意中國大陸經濟放緩，與 QE 退場對新興市場衝擊等風險。展望今年，德國 Ifo 經濟研究院第 1 季世界經濟調查顯示，受訪專家對 6 個月後經濟預期保持樂觀，加以主要國家領先指標維持上升，多數國家製造業採購經理人指數 (PMI) 亦高於 50，顯示全球經濟將持續復甦，有助於我國出口動能擴增。政府將加速推動自由經濟示範區，並全力做好加入 TPP 與 RCEP 之準備，落實市場開放與法規鬆綁，打造完善經商與投資環境，以提振民間活力，帶動消費動能。整體而言，今年國內經濟可望漸入佳境。

「自由經濟示範區規劃方案」，方案係以「自由化」、「國際化」與「前瞻性」為核心理念，大幅鬆綁對物流、人流、金流、資訊流及知識流的各項限制，落實市場開放，以創造加入跨太平洋夥伴協定 (Trans-Pacific Partnership Agreement, TPP) 與區域全面經濟夥伴關係 (RCEP) 的條件。

美國聯準會宣布 QE (量化寬鬆) 於明年 1 月開始縮減 100 億，沒意外的話以後每次聯準會議都會縮減購債 100 億，市場學者普遍認為，因為 QE 退場，早在預期當中，所以、對市場影響不大。

不過、反應的是，美國的經濟走向復甦。美國經濟轉好、連帶帶動台灣出口上揚，因此、樂觀看待明年台灣經濟。

領先指標、同時指標、落後指標比較圖



七、綜合評論

2013 年由於歐美主要消費市場失業率遲未改善，中國經濟又呈現出乎預期的降溫態勢，使得台灣出口蒙受不利影響，估計全年輸出及輸入成長幅度分別為 3.38% 及 3.05%。

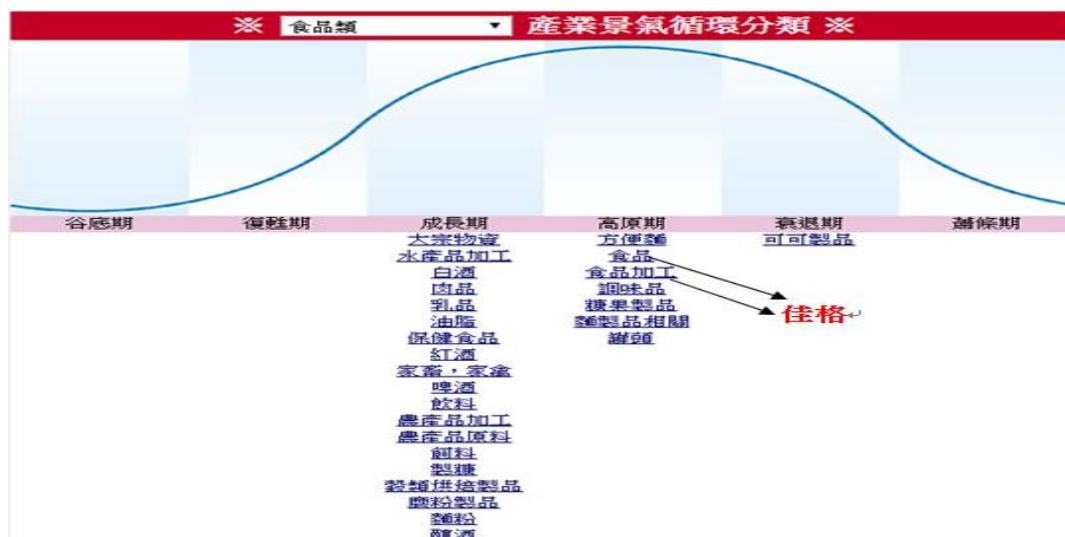
展望 2014 年，在國際景氣回復成長的帶動下，台灣出口將可因此受惠，並帶動進口成長，預測 2014 年輸出成長 4.14%，輸入的部分雖然有輸出引伸需求帶動，但民間投資趨緩減低輸入需求，因此預測全年成長 2.58%。

國內外經濟於 2014 年將可望有所復甦，不過部分不確定因素仍可能影響景氣未來發展，在國際因素部分，主要經濟體財政及債務問題懸而未決、美國貨幣政策轉向時點，以及中國經濟轉型等都將牽動國際局勢，並進而影響台灣經濟步伐。

在國內部分，即使景氣有所復甦，但面對國際間區域經濟整合浪潮，台灣融入速度並不如鄰近國家，出口競爭力恐將逐步受到影響，政府致力推動之自由經濟示範區，其進程也對貿易表現產生一定影響，最後是政府財政問題對於經濟也可能造成限制，這些因素都值得高度重視。

第參章 產業分析

一、產業循環週期



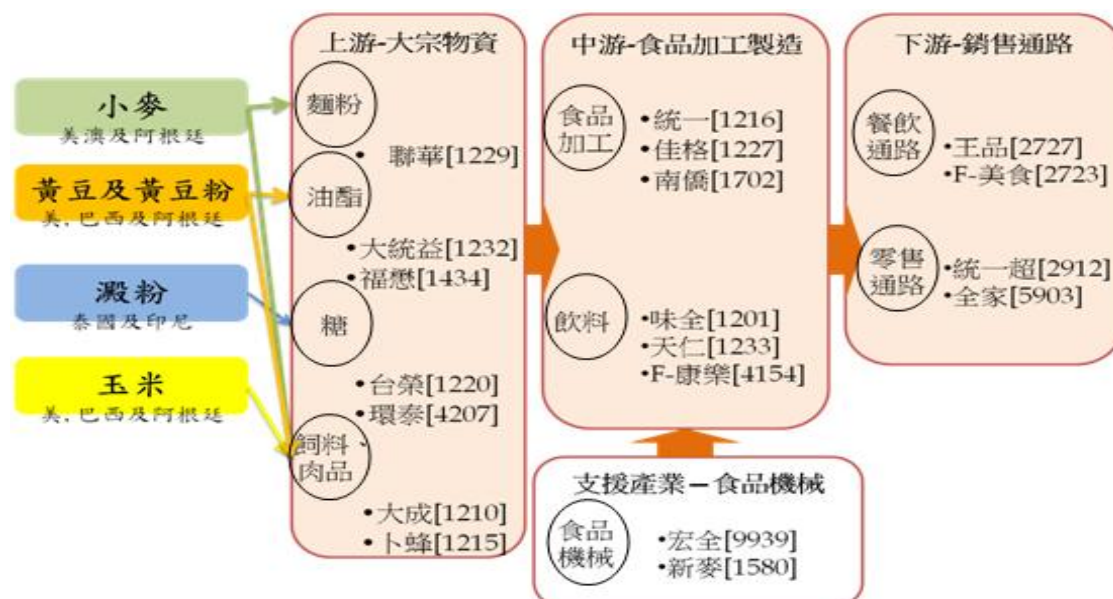
二、產業結構分析

若以中上下游的關係來看食品如何從素材製為產品然後讓消費者可觸及，則可簡略以「農業-食品工業-餐飲及零售業」之關連性，則可以察覺上下游彼此之關連。

上游：農業、漁業、畜牧業。

中游：飼料業、環保產業、食品機械業、食品包材業、食品添加物業。

下游：餐飲業、食品流通業。



許多食品公司會同時經營其上下游，例如光泉公司原以飼養乳牛而創業，而後成立光泉牧場股份有限公司，進行各種鮮乳與飲料的加工生產。此外，許多大型食品公司也經營食品通路。

● 食品產業鏈簡介



食品產業鏈上游為黃豆、玉米、小麥、大麥、油菜籽、高粱、牛、羊、豬、雞等動、植物原物料，經加工製成穀、澱粉製品、食用油脂、果糖、麥芽糖、冷凍肉品、冷凍蔬菜、豆類加工品等中間食品，然後再製成冷凍、罐頭、脫水、醃漬食品、乳製品、營養食品等可供消費者直接使用之食品。

1、上游：

食品業而言，一般大多為大宗穀物或是肉品的飼養者，台灣因產量不足，故黃豆、小麥及玉米多需仰賴進口，近年因全球氣候異常，國際穀物價格上揚，故上游原物料價格常受國際價格影響而波動。

2、中游：

食品產業鏈中游的食品加工業負責將原物料經過加工製成後半成品。加工食品種類有黃豆加工食品、冷凍肉品加工食品、液態糖漿、調理食品等。

二十一世紀因氣候變遷，食品加工業也面臨了新的變革，健康訴求的食品加工技術成為食品加工廠商主要的研發方向。

3、下游：

食品產業鏈下游可概分為冷凍、罐頭、脫水、醃漬食品、乳製品、營養食品等，食品加工業走向以健康、環保為主，而食品添加的加工食品也將走向提供環保、健康、營養豐富、少污染、少加工的食品。

餐飲連鎖業亦為食品產業鏈下游的一環，餐飲業以滿足民生基本食的需求，故受經濟不景氣影響較小，健康養生料理及具新鮮感的異國料理也都為目前國內連鎖餐飲業發展之重要趨勢。

展望食品產業發展趨勢方面，上游食品原物料主要視供需狀況決定，基本上若氣候穩定，價格就不會有太大波動。而有機環保與健康意識抬頭下，訴求有機、健康、環保的食材，或是以保健為主的健康食品，將為食品業帶來新的成長動能。另外，隨著現代人外食普遍，連鎖餐飲業因具有高品牌知名度、可複製化經營管理 know-how、食材進貨成本較低等優勢，未來發展前景看好。

三、產業事件分析

(一) 食安問題延燒 統一也因標示受害 股價下跌開出 2013/11/12 鉅亨網

在台灣因大統長基食用油摻假引發的食品安全問題繼續延燒，統一(1216-TW)的聖德科斯 4 種精力湯產品因遭查獲標示不符而下架，統一股價早盤跳空下跌以 52.7 元開出，盤中最低 52 元，跌幅達 2.8%。

就目前在台灣因大統長基食用油摻假引發的食品安全問題，所引爆出後續的食品摻假、標示不符等狀況，已牽連包括味全(1201-TW)、統一、南僑(1702-TW)、佳格(1227-TW)及福懋油(1225-TW)等個股。

(二) 食品添加物 強制登錄 2013/11/12 聯合報

針對大統混油事件所使用的銅葉綠素，以及各種加工食品可能添加色素及人工香料，衛生福利部食品藥物管理。署署長葉明功昨回應立委要求，將恢復食品添加物進口查驗登記，並於明年一月起採強制登錄制度；此外，市售牛奶和果汁等標示，也要提前上路。

立法院衛環委員會昨天審查衛福部明年度預算，立委田秋堇表示，台灣在二〇〇〇年取消「複方食品添加物及食用香料」的查驗登記，才會造成食安的嚴重漏洞。對此，食管署食品組長蔡淑貞表示，當年台灣加入世界貿易組織，為了與國際接軌、強化貿易的便捷性，才會取消查驗。

但為避免追查的漏洞，該署會從明年元月起對食品添加物（含人工色素）的業者及品項採強制登錄。

（三）粉圓摻毒澱粉 衛生署擬修法加重罰責 比照塑化劑開罰最重 600 萬元

2013/05/14 大紀元

「毒澱粉」製成的粉圓、板條、黑輪等，流竄全台，大賺黑心錢，無良業者到頭來卻可能只被「輕罰」15萬元了事！原來，依照現行食品衛生管理法規定，違法使用未經核准的化製澱粉，罰責只有3至15萬元，衛生署食品藥物管理局局長康熙洲今（14）天表示，考慮修法加重罰責，或比照塑化劑開罰最重600萬元。

衛生署是接獲舉報，配合檢調，發現台南協奇澱粉廠的奇奇化製澱粉及新北市怡和澱粉的地瓜粉，違法添加工業用黏著劑「順丁烯二酸」，吃進消費者肚裡，恐傷及腎臟功能。衛生署已緊急封存產品及原料25公噸，並擴大追查流向。

衛生署第一時間對外表示，援引開罰業者的法條，是食品衛生管理法第12條的違法使用未經核准的化製澱粉，罰責只可處以3萬元以上、15萬以下罰鍰，而非比照塑化劑、援引11條不得製造「有毒或含有人體健康之物質或異物」，予以重罰最高600萬元，引發外界「輕罰」質疑。

康熙洲表示，塑化劑風暴之後，食品衛生管理法就修法加重第11條對「有毒或含有人體健康之物質或異物」的罰責，針對違法製造、加工、調配具劇毒、急毒、致癌等有害物質，可罰6至600萬元。

康熙洲說，國內類似黑心食品事件層出不窮，加上民眾質疑「罰一下，又是生龍活虎一尾」，因此，衛生署正考慮修法加重罰責；且目前地方衛生局仍在追查當中，若認定協奇、怡和2家業者含量高、傷害大，仍可比照塑化劑，以第11條重罰600萬元。

(四) 5 件調合油標示不實 泰山、愛之味上榜 2014/04/29 自由時報

行政院消費者保護處今年二月至賣場抽查市售調合油標示，包括外包裝品名、敘述和宣稱，消保處昨指出，抽檢四十二件中，三十七件標示符合規定，五件標示不合格，知名油品大廠泰山、愛之味及寶素齋都在列，各被主管的縣市政府要求四、五月底限期改正完畢。

食藥署食品組代理科長楊怡真說，未標示來源會誤導消費者，以為是添加純化過的 OMEGA-3 或兒茶素，但此類純化添加物尚未通過安全性評估，業者應在品名旁清楚標示成份取自天然芥花或綠茶。

愛之味公司指，衛福部表示只要成分逾十八%，就可標示「含有」字樣，已將標籤改為「含有 OMEGA-3」；泰山公司則在 OMEGA-3 品名旁加上「芥花」兩字；正義食品也表示將儘速修改標示。

楊怡真說，含兩種以上油品都應標示「調合油」，且包裝標示字體不得小於六公厘、底色和字體顏色應明顯不同。消保官王德明則指，現行調合油標示規定，外包裝品名只宣稱一種油脂名稱者，該油脂須達成分內容物含量五十%以上；若宣稱兩種油脂名稱者，須各佔產品內容含量三十%以上，且應依含量多寡排序。

分析：

「民以食為天」人們每天都以食物來補充生活一天所需的能量，所以食物、食品的安全成為我們最主要關心的部分，政府需要強制要求業者標示清楚成分，才不會誤導消費者，也不可以為了降低成本添加不法的添加物，長期造成民眾身體上的不適，也要訂定相關法規來嚇阻不肖廠商。

四、綜合評論

台灣食品業上游原物料如穀物和飼料等多仰賴自國外進口，然而受到全球極端氣候頻傳影響，使得全球穀物農損機率提高，加上全球人口持續成長，將使得國際農糧價格難以預測，故價格易受國際價格影響，進口價格也跟著上升，另一方面，因食是人民基本需求，餐飲業較不受景氣影響，而餐飲是食品業的下游，故食品業除因原物料的價格波動的影響，基本上是屬於較穩定的產業，價格波動幅度小。

近期食安問題不斷，業者為了獲利，使用非法的原物料或添加物、販售黑心商品等問題層出不窮，以及現行食品衛生管理法規定，有部分瑕疵，致使業者獲利比罰款更多，而選擇違法販售黑心商品，除此之外，標示不清也是各業者常見問題，消費者無法知道其使用之確切成分引發安全疑慮，其中也不乏某些知名大廠，顯現目前食安問題愈來愈嚴重，發生頻率也逐漸升高，企業抱著僥倖的心態，政府又無適當因應對策，致使人民對食品安全產生疑慮，對政府監控失去信心，間接影響食品業股價，受到此事件影響，民眾對於食品品質將越加重視，雖不利於國內過度加工食品之銷售，卻也促成國內鮮食食品市場商機的擴大，此將有助於提升鮮食食品市場之買氣。

國人健康飲食觀念逐漸提升，將促使民眾願意對鮮食產品支付較高的價格，加上隨廠商鮮食製造經濟規模逐漸擴大，以及廠商競逐鮮食市場商機因素，可望帶動鮮食產品售價下滑，將有助於帶動鮮食食品銷售業績之表現。

由於 2014 上半年我國景氣將持續回溫，加上鮮食食品市場商機持續擴大等有利因素挹注，將有助於提升國人對於國內食品之消費意願，故預估 2014 上半年本產業景氣將轉為成長態勢。

雖然國人實質薪資條件短期改善不易，以致影響民眾購買食品意願，不過廠商將持續輔以小包裝、搭售、集點贈品和加強廣告等促銷策略因應，故預估可帶動國內消費市場買氣。

第肆章 公司分析

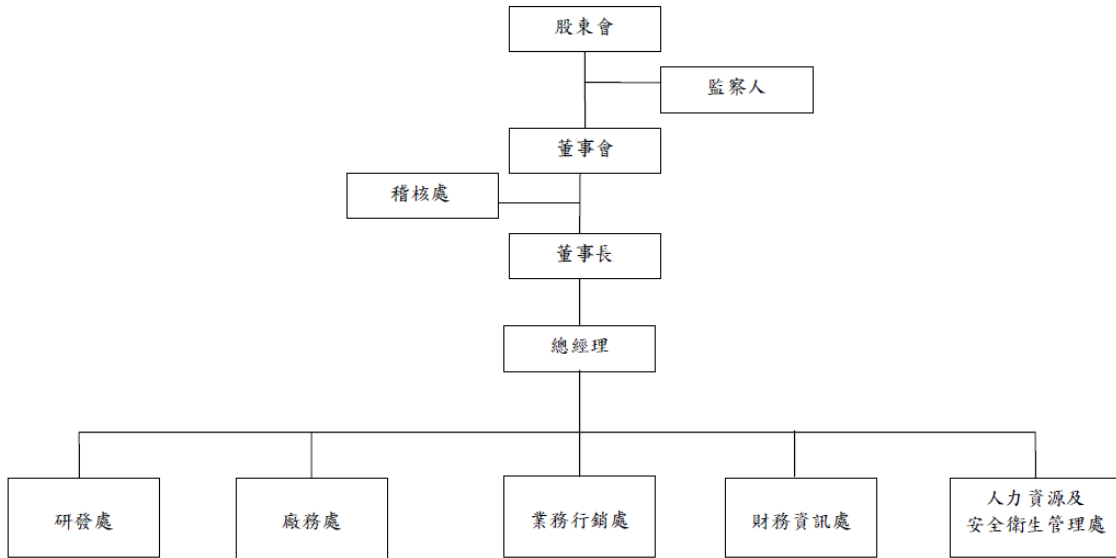
一、公司基本資料

公司基本資料			
公司名稱	佳格食品股份有限公司	產業類別	食品業
公司英文名稱	STANDARD FOODS CORPORATION	股票代號	1227
董事長	曹德風	總經理	曹德風
發言人	曹德風	發言人職稱	總經理
公司成立日期	75/06/06	公司上市日期	83/04/09
公司總機電話	(02)2709-2323	公司傳真號碼	2706-7955
公司統一發票編號	22102473	電子郵件	spokesperson1@sfglobal.com
英文地址-縣市國別	Taipei, Taiwan, R. O. C.	英文地址-街巷弄號	5th Floor, Lotus Building, No. 136, Jen Ai Road, Sec. 3
公司地址	台北市仁愛路三段 136 號 5 樓		
工廠	桃園大園、桃園中壢、大陸蘇州、大陸內蒙古		
網址	www.quaker.com.tw		
主要經營業務	嬰兒麥粉, 麥片及相關產品之生產製造. 食用油及滋養飲料粉之分裝, 加工, 銷售業務. 一般進出口貿易及餐廳之經營		
營收比重	營養食品類 83.30%、廚房料理食品類 14.00%、其他 2.70% (2012 年)		

二、公司治理

(一) 經營團隊分析

1、公司之組織結構



2、主要部門所營業務

部門名稱	所營業務	
研發處	新產品、新技術之研究與開發、產品品質改善研究、成本降低研究、新事業之評估、健康認證之申請。	
廠務處	燕麥類、嬰兒麥粉、奶粉、食用油及保健飲品等各類產品之生產製造、包裝、品質管控與倉儲運送等。	
業務行銷處	業務	依客戶類別目前區分為經銷業務、軍公教業務及百超業務三大主要通路。主要負責產品報價、新產品議價上架、陳列鋪貨、通路活動計劃與執行、年度客戶經營計畫與執行，以及合約協商與代送商管理等。
	行銷	負責產品廣告及行銷策略規劃。
財務資訊處	財會	會計資訊的彙整與提供、財務及投資業務的管理與運作、年度預算編製，以及信管、股務等業務。
	集團採購	原物料及包材進口品採購、外包廠商管理、存貨管理、供貨規劃與執行等。
	電腦資訊	資訊系統的各项規劃與執行、網路系統的規劃管理、系統資料的建置與管理。
人力資源及安全衛生管理處	人力資源各項功能規劃、執行與各項規章制度之制定，企業法律風險管理、法律事件處理及法律問題諮詢服務，總務行政，以及執行勞工安全衛生管理事項等業務。	
稽核處	掌理本集團之稽核事項。	

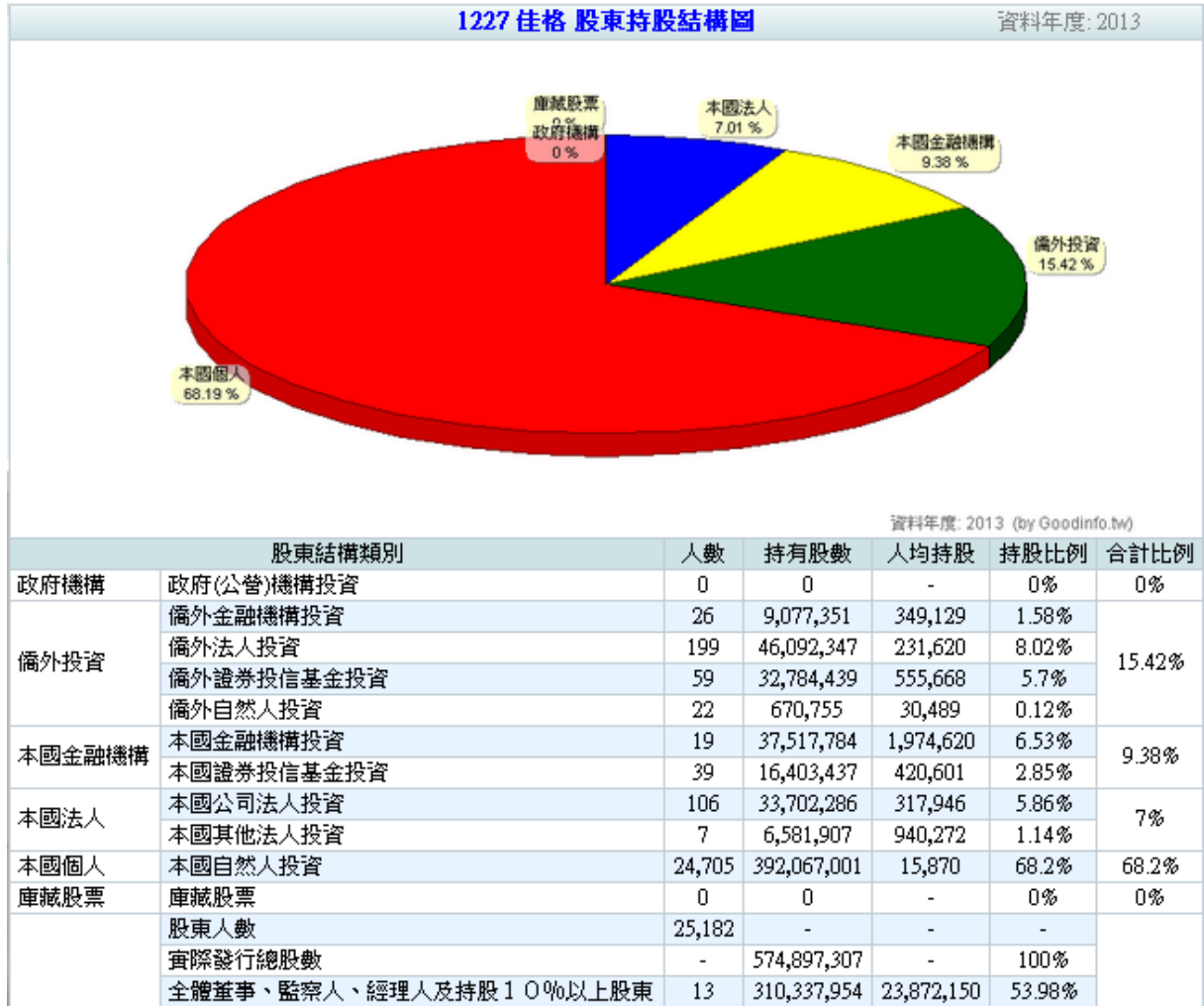
(二) 董監事持股與設定值權情況

佳格(1227)董監事經理人及大股東持股明細					
資料日期:103/03					
選任日期:102/06/14					
職稱	姓名/法人名稱	持股張數	持股比例	質押張數	質押比率
經理	方惠民	0	0.00%	0	0.00%
大股東	必來投資(股)	23,664	3.58%	0	0.00%
大股東	永豐永豐	6,133	0.93%	0	0.00%
大股東	孟海蒂	82,406	12.46%	0	0.00%
大股東	林俊堯	8,577	1.30%	0	0.00%
監察人	長徽(股)-王啟元	4,819	0.73%	0	0.00%
大股東	南山人壽(股)	10,656	1.61%	0	0.00%
協理	姜鄉影	319	0.05%	0	0.00%
董事	宣建生	0	0.00%	0	0.00%
大股東	國壽(股)	6,133	0.93%	0	0.00%
其他職務	張國賢	0	0.00%	0	0.00%
董事長兼總經理	曹德風	265,266	40.12%	0	0.00%
董事	曹德華	3,580	0.54%	0	0.00%
經理	陳建村	12	0.00%	0	0.00%
大股東	富邦人壽(股)	19,190	2.90%	0	0.00%
大股東	匯豐銀行託管	8,280	1.25%	0	0.00%
董事	董陽閔	0	0.00%	0	0.00%
大股東	德銀瓦薩齊	7,308	1.11%	0	0.00%
監察人	錢安平	227	0.03%	0	0.00%
董事	謝至釗	232	0.04%	0	0.00%
財會主管	鍾金龍	29	0.00%	0	0.00%

*來自年報的大股東資料，是指股權佔前十名的股東。若當中大股東剛好是：董事、監察人、經理人、持有股份超過百分之十股東，會依照公開資訊觀測站上的每月更新資料。

*持股張數，按持有股數四捨五入至"張"數。

(三) 機構投資人持股情形



(四) 集團組織

佳格集團經營之品牌

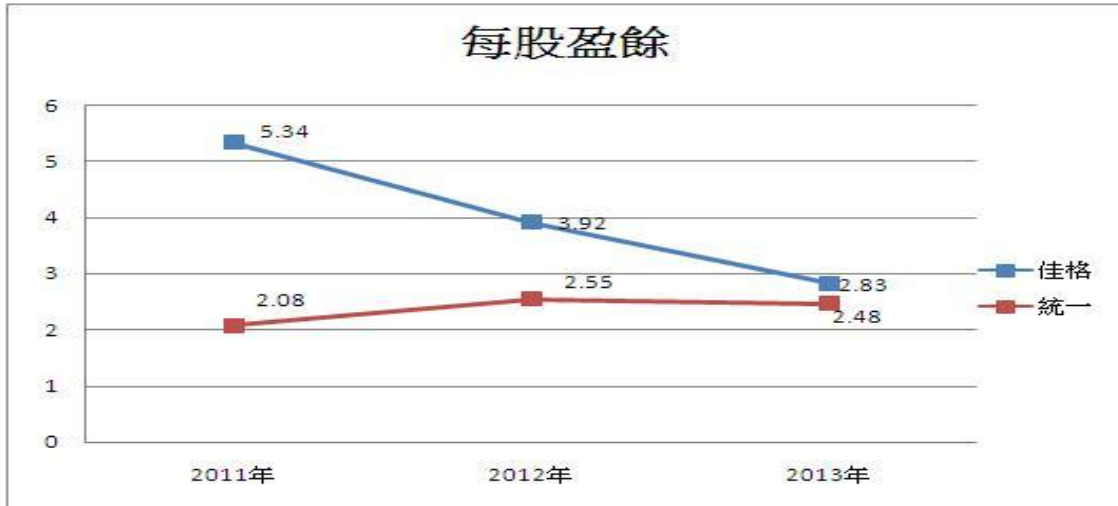


公司	規模特色
佳格食品(股)公司 1986 年成立	總公司位於台北市，主要的生產基地--桃園大園廠佔地 2 萬坪，擁有自動化生產系統，為消費者提供優質產品。
佳乳食品(股)公司 1999 年成立	旗下擁有湖口廠及福樂乳品廠。
喝好水(股)公司 1998 年成立	喝好水股份有限公司位於埔里，採用來自中央山脈的水系，是台灣水質最好的天然湧泉。
上海佳格食品有限公司 1993 年成立	「中國蘇州佳格有限公司」於 1993 年成立，主要銷售市場集中於上海及華東一帶。2003 更名為「上海佳格食品有限公司」，隨著大陸市場開放、中國佳格將以華東為總部，逐步進入中國各重點省市發展，開拓市場。

三、財務分析

(一) 獲利能力

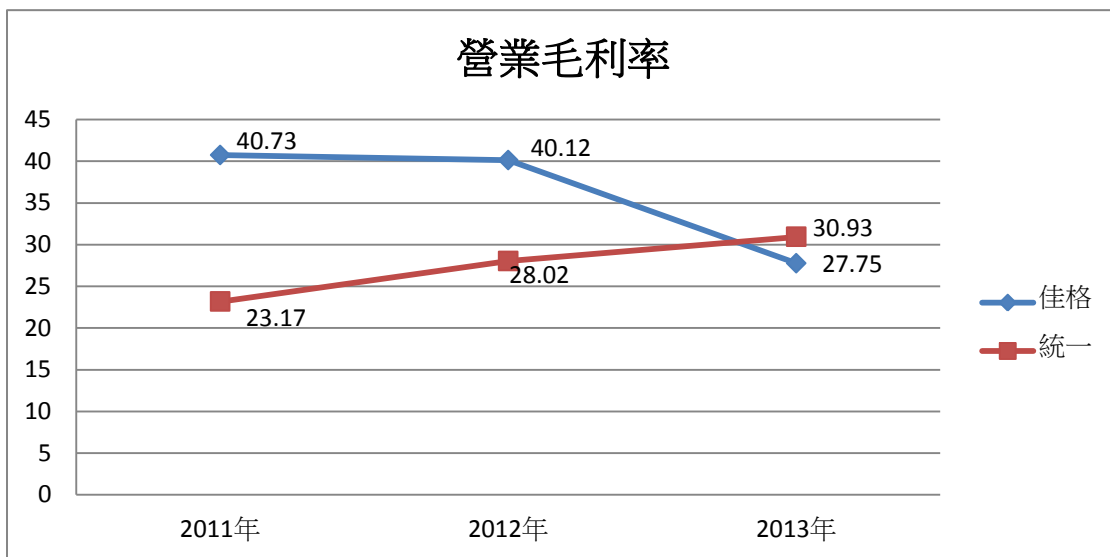
1. 每股盈餘



分析：

佳格近幾年的每股盈餘呈現逐年下降的趨勢，但是和統一相比，佳格的每股盈餘皆大於統一，代表佳格每單位資本額的獲利能力較統一高。

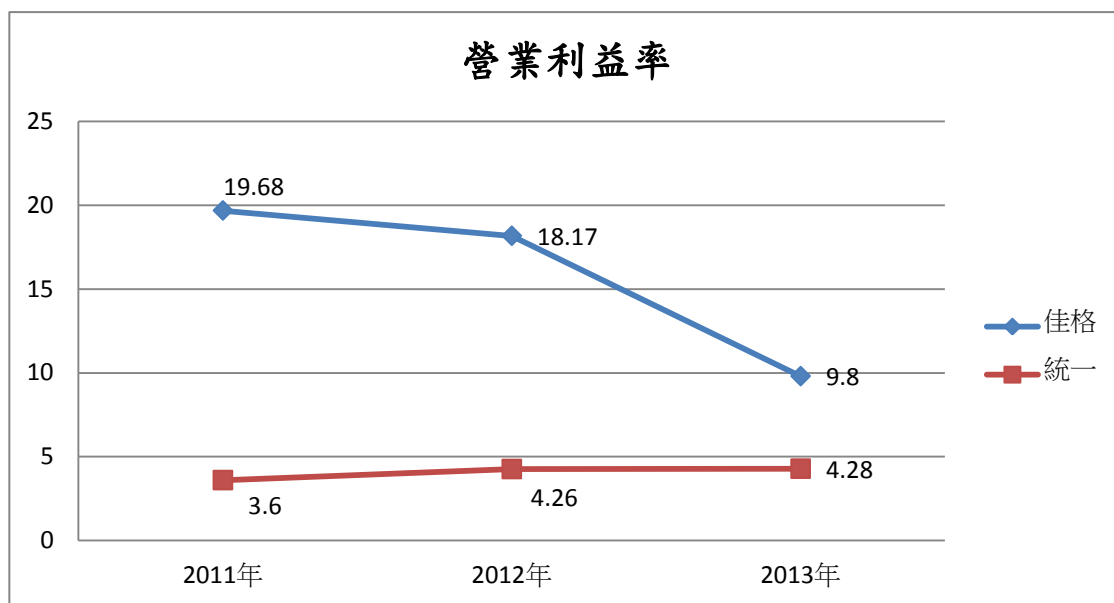
2. 營業毛利率



分析：

2013年受到台灣食安問題的影響，佳格食品產生嚴重的衝擊，使得營業毛利率大幅下降。

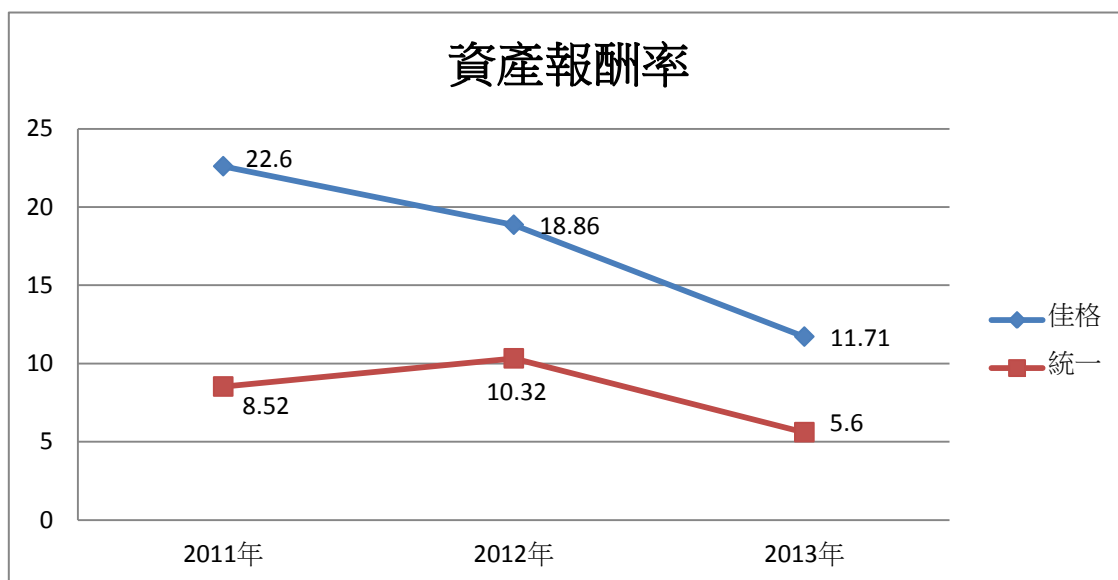
3. 營業利益率



分析：

營業利益率為反映一家公司本業獲利能力的指標，佳格的營業利益率皆高於統一，但2013年的食安風暴使兩家食品大廠獲利降低。

4. 資產報酬率

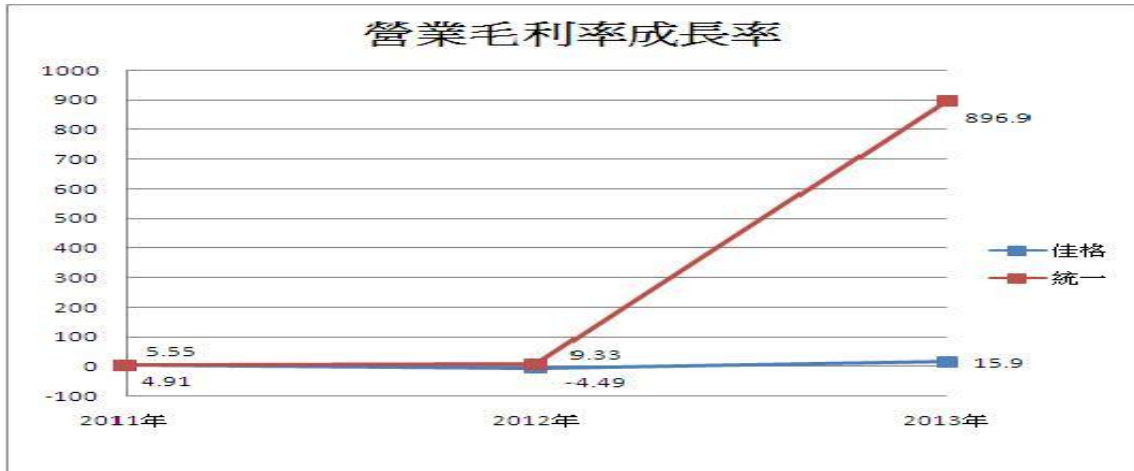


分析：

資產報酬率較能反應企業投資報酬率真正情況，亦可作為衡量企業舉債經營是否有利，就經營績效衡量觀點而言，比率越高越佳。以整體來說佳格資產報酬率高於統一。

(二) 成長力分析

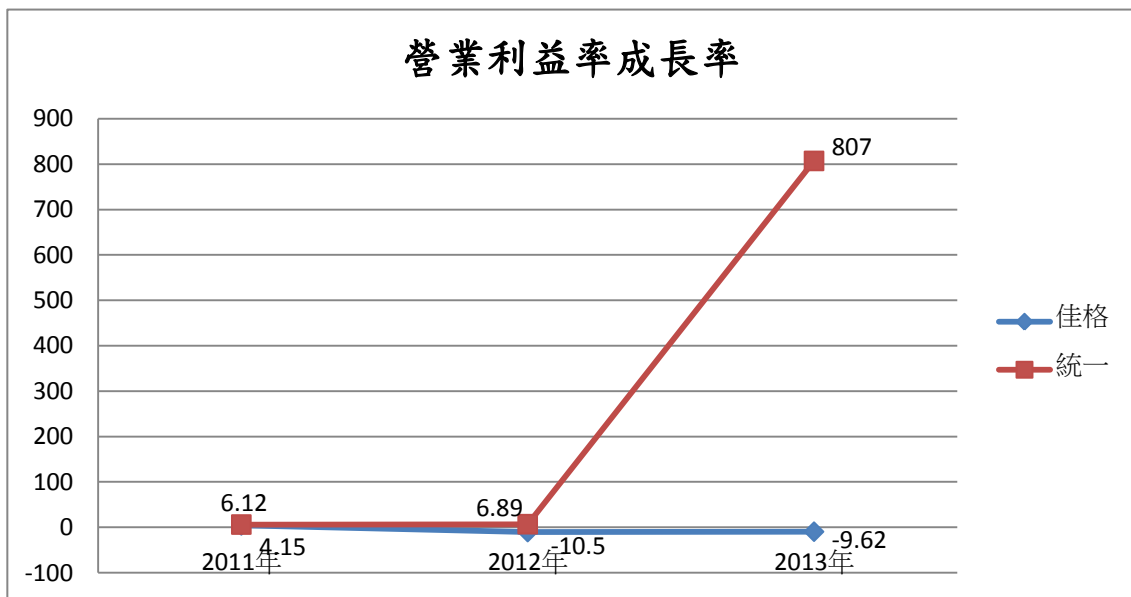
1. 營業毛利率成長率



分析：

佳格的營業毛利率成長率曾有出現負成長的情況，且在 2013 年的成長率低於統一，而且有非常大的差距。

2. 營業利益率成長率



分析：

佳格的營業利益率成長率曾有出現負成長的情況，不如統一逐年成長，且統一在 2013 年營業利益率成長率大幅攀升。

(三) 資產(經營)管理能力

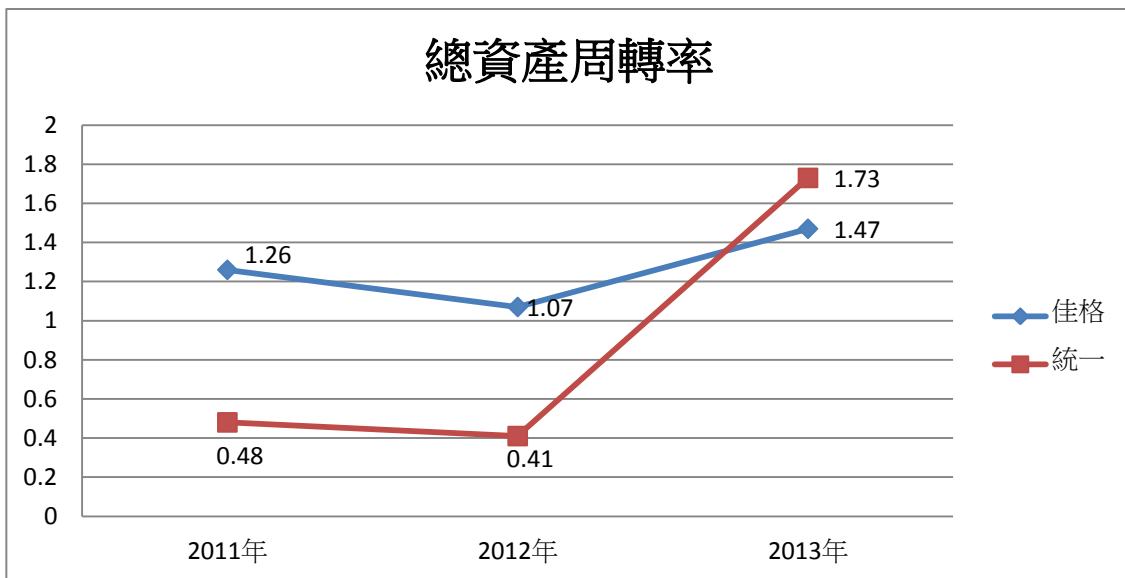
1. 固定資產週轉率



分析：

佳格的固定資產週轉率雖然呈現逐年下降的情況，但是和統一相比仍是佔了很大的相對優勢，代表佳格固定資產利用效率比統一高。

2. 總資產週轉率



分析：

總資產週轉率越高越好，代表運用資產創造收入的效率高，從圖表可看出佳格的總資產週轉率普遍比統一還要好，控制資產的能力較佳，但在2013年小輸統一0.26%。

(四) 財務結構

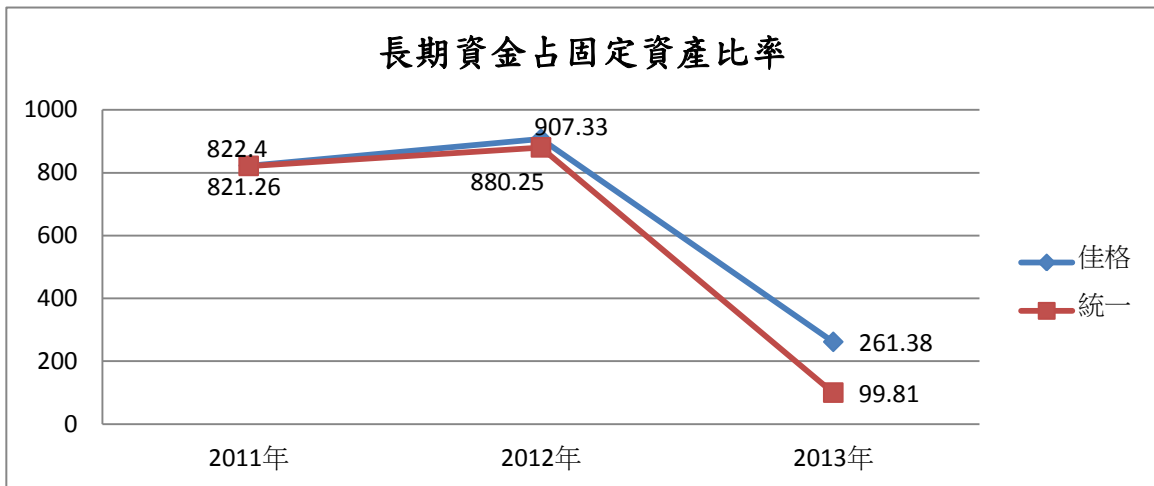
1. 負債佔資產比率



分析：

此項比率是用來分析一家公司資產中向外舉債的比率有多少，比率越高表示公司財務結構越不健全，每年所需支付的利息費用就越多，此對公司資金周轉會造成很大的壓力。在 2013 年的數據中可以看出佳格和統一公司的負債佔資產比率升高了不小幅度，表示公司須開始注意自己的財務結構。

2. 長期資金占固定資產比率

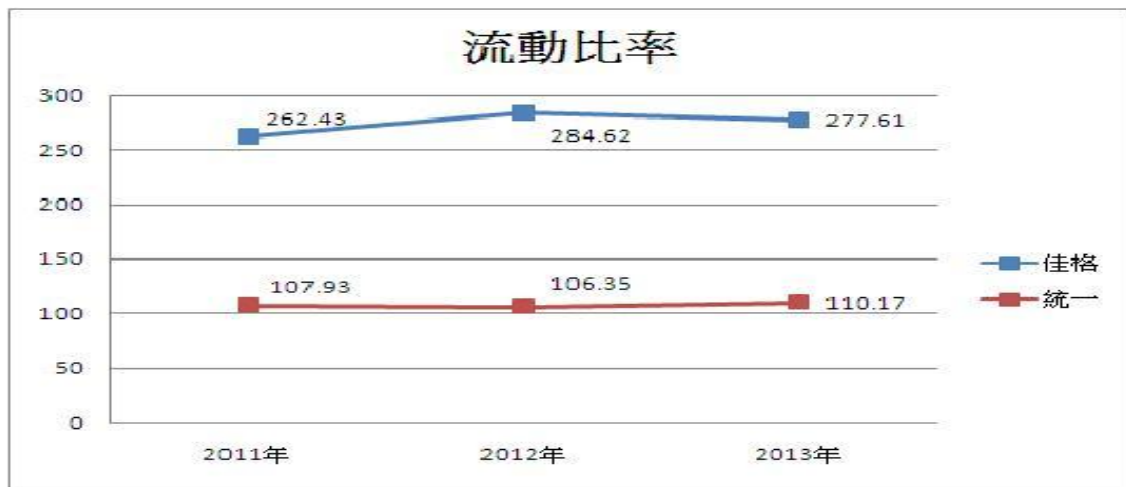


分析：

佳格和統一相比，長期資金佔固定資產比率較高，顯示佳格在此方面公司結構健全。

(五) 償債能力

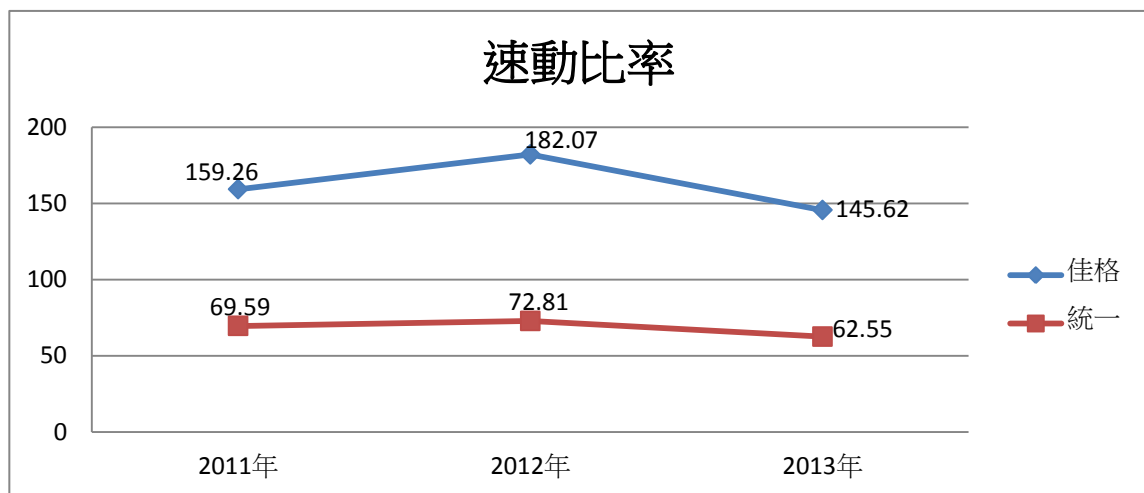
1. 流動比率



分析：

此項比率若能大於二，表示公司資產流動性佳並足以應付短期資金需求。佳格每年的數據皆顯示流動比率大於二，代表公司的資產流動性是極佳的。

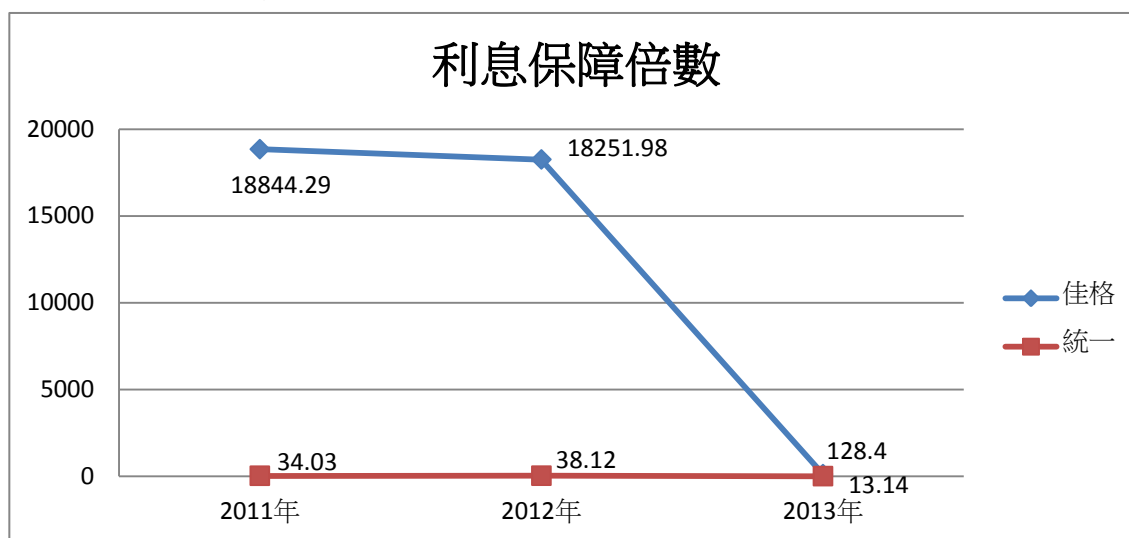
2. 速動比率



分析：

速動比率是用來衡量公司流動性的重要比率之一，由於只考量可立即用來償還流動負債的資金科目，因此對公司流動性能更精準衡量。速動比率小於1的公司，意指其目前無法償還流動負債。由圖表可知統一目前資金流動性不佳，可能無法償還流動負債。

3. 利息保障倍數



分析：

利息保障倍數是用來衡量一家企業支付負債之利息的能力，其數值愈高代表企業之償債能力愈佳，由圖表可看出佳格的償債能力較統一佳。

(六) 現金流量



分析：

現金流量比率是用來衡量營運活動現金流量用來支付短期負債的能力，比率越高代表財務彈性越好。佳格和統一公司皆在 2012 年升至最高點，然後在 2013 年大幅滑落。

四、股利政策

股利發放年度	股利政策											殖利率統計						盈餘分配率統計							
	股東股利(元/股)						股利總計		董監酬勞	員工紅利		股價統計(元)	年均殖利率(%)			盈餘年度	EPS(元)	盈餘分配率(%)							
	現金股利	股票股利		股利合計	現金(億)	股票(千張)	合計(百萬)	佔淨利(%)	現金(億)	股票(千張)	最高		最低	年均	現金			股票	合計	配息	配股	合計			
2015	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2015	78.3	65.2	69.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2014	1.6	0	1.6	0.9	0	0.9	2.5	10.6	59.5	16.7	0.9	0.23	0	2014	94	64.6	79.2	2.02	1.14	3.16	2013	2.83	56.5	31.8	88.3
2013	2	0	2	1.5	0	1.5	3.5	11.5	86.2	20.1	0.9	0.28	0	2013	107.5	78.9	90.5	2.21	1.66	3.87	2012	3.92	51	38.3	89.3
2012	2.4	0	2.4	2.4	0	2.4	4.8	11.1	111	22.1	0.9	0.31	0	2012	113.5	69.6	87.2	2.75	2.75	5.5	2011	5.34	44.9	44.9	89.9
2011	2.5	0	2.5	2.5	0	2.5	5	9.27	92.7	19.2	0.9	0.27	0	2011	141.5	69.1	94.2	2.65	2.65	5.31	2010	5.79	43.2	43.2	86.4
2010	2	0	2	1.5	0	1.5	3.5	6.45	48.4	11.6	0.9	0.16	0	2010	93.9	37.2	69.6	2.88	2.16	5.03	2009	4.03	49.6	37.2	86.8
2009	1.4	0	1.4	0.05	0	0.05	1.45	4.49	1.6	6.35	0.9	0.1	0	2009	44.2	20	30	4.66	0.17	4.83	2008	2.21	63.3	2.3	65.6
2008	0.9	0	0.9	0	0	0	0.9	-	-	3.43	0.9	0.06	0	2008	37	14.7	22.2	4.05	0	4.05	2007	1.2	75	0	75
2007	1.3	0	1.3	0	0	0	1.3	-	-	5	2.02	0.07	-	2007	23.9	13.8	17.1	7.61	0	7.61	2006	0.78	167	0	167
2006	1.1	0	1.1	0	0	0	1.1	-	-	-	-	-	-	2006	16.2	12.95	14.4	7.64	0	7.64	2005	0.97	113	0	113
2005	1.1	0	1.1	0	0	0	1.1	-	-	4.47	0.9	0.06	-	2005	15.55	11	12.5	8.82	0	8.82	2004	1.56	70.5	0	70.5
2004	0.5	0	0.5	0	0	0	0.5	-	-	3.63	0.9	0.05	-	2004	12.35	8.6	10.5	4.76	0	4.76	2003	1.27	39.4	0	39.4
2003	0.6	0	0.6	0	0	0	0.6	-	-	1.62	0.9	0.03	-	2003	10	7.05	8.33	7.2	0	7.2	2002	0.56	107	0	107
2002	0.5	0	0.5	0	0	0	0.5	-	-	0	0	0	-	2002	11.4	7.25	8.61	5.81	0	5.81	2001	0.77	64.9	0	64.9
2001	0.6	0	0.6	0.6	0	0.6	1.2	-	-	0	0	0	-	2001	14.05	6.7	9.26	6.48	6.48	13	2000	0.56	107	107	214
2000	0	0	0	1.5	0	1.5	1.5	-	-	0	0	0	-	2000	31	10.6	17.8	0	8.44	8.44	1999	1.35	0	111	111
1999	0	0	0	2.5	0	2.5	2.5	-	-	-	-	-	-	1999	58.5	20.9	35.5	0	7.04	7.04	1998	1.75	0	143	143

股利發放年度	股利政策											殖利率統計						盈餘分配率統計								
	股東股利(元/股)						股利總計		董監酬勞	員工紅利		股價統計(元)	年均殖利率(%)			盈餘年度	EPS(元)	盈餘分配率(%)								
	現金股利	股票股利		股利合計	現金(億)	股票(千張)	合計(百萬)	佔淨利(%)	現金(億)	股票(千張)	最高		最低	年均	現金			股票	合計	配息	配股	合計				
1998	0	0	0	2.5	0	2.5	2.5	-	-	0	0	0	-	1998	76	47.1	61.1	0	4.09	4.09	1997	2.62	0	95.4	95.4	
1997	0	0	0	4	0	4	4	-	-	0	0	0	-	1997	82	47.9	57.3	0	6.99	6.99	1996	2.61	0	153	153	
1996	0	0	0	4	0	4	4	-	-	0	0	0	-	1996	71	48.3	59.5	0	6.72	6.72	1995	3.96	0	101	101	
1995	0	0	0	4	0	4	4	-	-	0	0	0	-	1995	124	50.5	70.5	0	5.68	5.68	1994	4.31	0	92.7	92.7	
1994	0	0	0	4	0	4	4	-	-	0	0	0	-	1994	128	89.5	113	0	3.54	3.54	1993	5.4	0	74.1	74.1	
1993	0	0	0	4	0	4	4	-	-	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1992	5.83	0	68.6	68.6
1992	0	0	0	4	0	4	4	-	-	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1991	5.77	0	69.3	69.3
1991	0	0	0	3.3	0	3.3	3.3	-	-	0	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1990	-	-	-	-
平均	0.74	0	0.74	1.73	0	1.73	2.47							平均	62.9	36.4	47.2	3.3	2.8	6.1	平均	2.84	45.8	52.7	98.5	
累計	18.5	0	18.5	43.2	0	43.2	61.8							累計							累計	65.4				

分析：佳格公司股利發放的種類主要分為現金股利、股票股利、董監酬勞及員工紅利，佳格公司是在 1986 年成立，1991~2000 年佳格並未發放現金股利，到了 2001 年隨著佳格營運逐漸穩定，始發放現金股利，且盈餘較高年度，現金股利發放也隨之增加，符合剩餘股利政策的發放方式，稅後利潤首先滿足公司下一年度的增加需求，剩餘部分，才用以發放當年現金股利。

五、土地持有情形

(一) 台灣

公司在台灣有 2 座生產工廠，位於桃園大園、中壢，在台灣的食品油脂年產能規模 3.3 萬噸，營養食品(含燕麥類產品)年產能 8.5 萬噸，主要的生產基地-桃園大園廠佔地 2 萬坪，擁有自動化生產系統，為消費者提供優質產品。

(二) 大陸

2004 年，曹德風看上內蒙古葵花籽的高品質與產量，擬在內蒙古再買下上萬畝土地種葵花田、生產葵花油，老闆曹德風將成中國的葵花油大王！根據上海佳格公司網站的介紹，「多力」的內蒙廠面積已有 400 畝（大約 8 萬坪），投資金額達人民幣 1 億元，年產葵花籽油 8 萬噸，這樣的生產規模已是中國最大葵花油生產線，若加計其他種類食用油，年產量達 10 萬噸。此次上海佳格大手筆增資新台幣 16 億元，勢必將讓這個葵花油生產基地加速成長。

大陸市場方面，於內蒙古種植的葵花田面積 50 萬畝，葵花油廠的產線設置在蘇州及內蒙古，年產能 10 萬噸，其為大陸最大的葵花油生產線。新產能規劃方面，公司已於江蘇太倉動土，2013 年 7 月正式投產，投資金額 1 億美元，增加 14.5 萬噸食用油、5 萬噸機能粉態營養品、2 萬噸保健滋補產品，業務由中國佳格公司經營，初期以發泡錠進軍大陸保健、營養食品市場。

六、公司事件分析

(一) 佳格反批：衛福部檢測技術差 2013-10-23 中國時報

黑心油事件延燒，上市公司佳格製造的「得意的一天」被點名疑似標示與內容物不符。佳格業務處處長黃祥蓉昨日強調，標示 52% 的葡萄籽油與事實相符，她並直批：「衛福部的驗證技術尚未成熟，不能做為評估標準」。

立委黃偉哲提出，得意的一天「多酚健康調和油」、「真誠實 52% 葡萄籽健康調和油」標示不合，黃祥蓉說，未接到立委的查詢，「現有的檢驗方法並無法驗

出油品組成成份」，佳格歡迎外界檢驗、消保官稽查，驗證佳格產品的生產記錄與製造過程。

黃祥蓉表示，若有權威單位，請專家告知，佳格一定馬上送檢。昨日佳格並出示自行檢驗的報告，顯示檢驗結果皆符合 CNS 7525「食用調和植物油」標準。

黃祥蓉也抨擊衛福部外執行的研究機構使用的檢驗方法未成熟，質疑衛福部委託美和科技大學檢驗結果的公信力，因該檢驗技術無法驗出油品的組成成分，且目前國內沒有任何檢驗方法。

針對立委黃偉哲指控維力食品使用維義的部分產品檢驗標示不符，維義實業發出鄭重說明表示，去年衛生署委託美和科技大學的「市售包裝調和油標示符合基準之研究」計畫報告，在報告第 80 頁有說明，該公司的產品符合政府相關法令規範。

(二) 趙天麟：桂格得意的一天食用油含葉綠素 食藥署應追來源

2013/11/17 NOW news 今日新聞

衛生福利部 6 日公布國內進口銅葉綠素的 2 家廠商，分別是台灣比菲多和金鎬貿易公司，過去 3 年，各自進口 100 公斤以及 1200 公斤，而供貨的下游廠商目前掌握包括：佳格食品、興霖食品等 5 家。

佳格則是發出聲明強調，所購買的是水溶性銅葉綠素，是合法的食品添加物，食品添加物使用範圍及限量、規格都符合標準，佳格說，已經衛生單位稽查，一切合法無虞。

趙天麟指出，昨日食藥署公布銅葉綠素流向後，佳格食品公司隨即對外聲稱進口的銅葉綠素主要使用的產品是在飲品裡，趙天麟昨夜即請辦公室同仁前往超級市場針對佳格出產的飲品，經查發現，桂格市售的主要產品中皆未標示含銅葉

綠素。另外，也在現行架上食用油品中發現「得意的一天青春三元素葵花油(葉綠素、葉黃素、 β 胡蘿蔔素)」明顯標示含有葉綠素。

(三) 擴充食用油等業務 佳格增資陸廠 10 億元 2014/03/27 經濟日報

佳格(1227)持續擴大大陸市場，昨(26)日董事會通過增資大陸佳格食品 3,500 萬美元(約新台幣 10.67 億元)，將用於擴充食用油品、營養食品及保健品銷售業務。

佳格在大陸積極布局小包裝食用油市場，但由於銷售市場有限，營運並未上軌道。且大陸食用油銷售受季節性影響因素甚深，旺季落在第 1 季與第 4 季，第 2 季銷售情況較差，依照過去財報顯示，第 2 季多會出現巨額虧損，3 季獲利則會較第 2 季優。

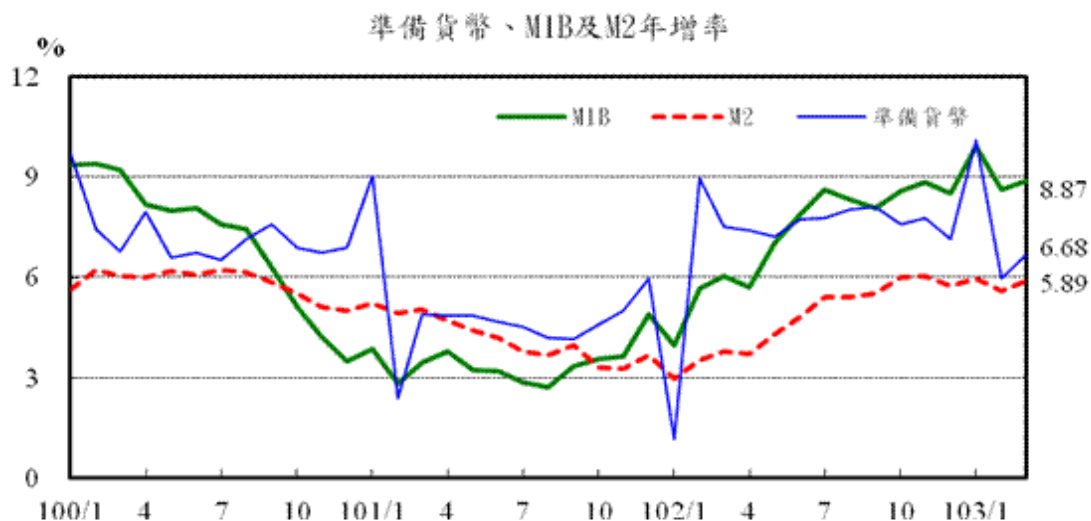
分析：

最近這幾年，食品業頻頻出包，先是大統油摻有銅葉綠素，佳格在食用油的部分，皆有標示清楚都與成分相符，佳格都挺過每一次的風波，在今年也積極拓展海外事業，搶進大陸 13 億人口的市場，未來看好。

七、籌碼分析

(一) 整體股市

1、M1b、M2、準備貨幣年增率



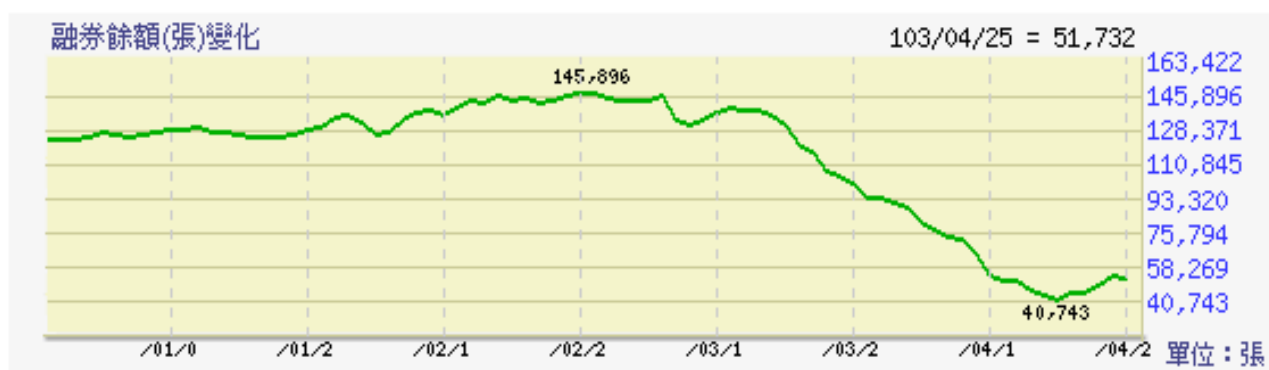
項 目	103 年 3 月		103 年 1~3 月
	月增率	年增率	年增率
準備貨幣	-2.86	6.68	7.54
M1B	-0.08	8.87	9.14
M2	0.46	5.89	5.82

資料來源:中央銀行

央行公布 3 月金融情況，M1B 與 M2 年增率止跌反彈，分別回升至 8.87% 與 5.89%，首季 M1B 與 M2 平均年增率分別為 9.14% 與 5.82%，顯示國內資金面仍持續相當寬鬆的環境，加上外資持續匯入加碼台股，代表散戶的證券劃撥存款餘額也創兩年新高。

根據央行統計，M1B 年增率自 2012 年 10 月向上突破 M2 年增率，形成所謂的「黃金交叉」，至今已連續 18 個月，雖然 3 月兩者的差距 2.98 個百分點，略低於前兩月的 3 個百分點之上，但仍代表市場資金動能充沛，上半年可望續航，有利於台股後市表現。

近三月資券餘額變化圖



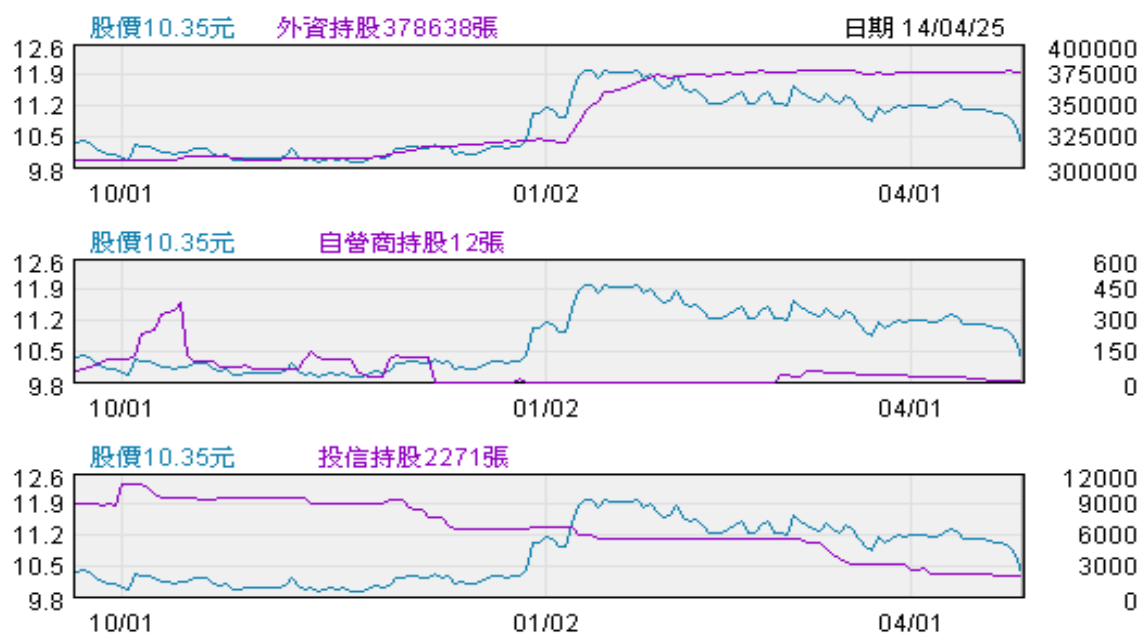
2、融資融券情形

上櫃資券餘額

資料日期	融 資		融 券	
	增減 (億)	餘額 (億)	增減 (張)	餘額 (張)
103/04/25	-8.60	553.61	-1,543	51,732
103/04/24	-0.04	562.21	4,360	53,275
103/04/23	-1.99	562.26	3,729	48,915
103/04/22	1.18	564.25	906	45,186
103/04/21	-1.32	563.07	3,537	44,280
103/04/18	1.62	564.39	-3,066	40,743
103/04/17	7.01	562.81	-2,143	43,809

資料來源：奇摩股市\

(二) 個別公司



1、機構投資人持股情形

(1) 外資持股

✦ 外資買賣超

日期	估計持股(張)	持股比例(%)	買賣超(張)
2014-04-25	378,638	15.98	-187
2014-04-24	378,815	15.98	-1,056
2014-04-23	379,871	16.03	-838
2014-04-22	378,282	15.96	-657
2014-04-21	378,939	15.99	-9

✦ 投信買賣超

日期	估計持股(張)	持股比例(%)	買賣超(張)
2014-04-25	2,271	0.10	0
2014-04-24	2,271	0.10	0
2014-04-23	2,271	0.10	0
2014-04-22	2,271	0.10	-2
2014-04-21	2,273	0.10	-129

(2) 投信持股

(3) 自營商持股

✦ 自營商買賣超

日期	估計持股(張)	持股比例(%)	買賣超(張)
2014-04-25	12	0.00	0
2014-04-24	12	0.00	-5
2014-04-23	17	0.00	0
2014-04-22	17	0.00	0
2014-04-21	17	0.00	0

資料來源：群益金融網

2、融資融券情形



資料來源：奇摩股市

八、綜合評論

佳格是一間健全的公司，有一群實力堅強的經營團隊，積極創造品牌核心價值，致力於提升顧客滿意度與忠誠度。鞏固台灣市場，也積極拓展海外市場，在上海成立了一間「上海佳格食品有限公司」，以銷售「多力」葵花油為主，目前已經成為大陸知名品牌，由於大陸高檔食用油的需求逐年提昇，上海佳格在內蒙種植超過 50 萬公畝的葵花田。可見投資海外市場相當的成功，也在大陸擁有大面積的土地持有。

在財務的部分有亮眼的表現，我們與食品業的龍頭「統一」來做比較，佳格是步步扎根在穩定中求進步，成長力沒有統一來的明顯，但在獲利率、資產利用率和流動性都比統一來的出色，我相信佳格只要持之以恆的努力與創新，在成長幅度會有突出的表現。

由於佳格在食品的用心經營，每次食安事件都能安然度過，也讓消費者看見佳格不會為了獲利也摻加有害人體的添加物，消費者對食品有信心也前景看好，所以都有買進佳格的股票，在股票的市場買進賣出相當頻繁，但在投資人持股的部分仍有相當穩定的持股張數與持股比率。

第五章 評價分析

一、三階段現金流量折現模式運用

$$\text{壹、 } V_0 = \sum_{i=1}^3 \frac{FCF_1}{(1+WACC_1)^i} + \sum_{i=4}^6 \frac{FCF_i}{(1+WACC_2)^i} + \frac{1}{(1+WACC_1)^4(1+WACC_2)^6} \times \frac{FCF_{11}}{WACC_1 - g_3}$$

我們使用多階段模式來計算現金流量的現值，根據年報資料顯示佳格正處於成長期，於是我們運用五年五年十年來分析，利用各個不同階段的WACC來分別計算各階段的折現因子最後計算出所需的自由現金流量數。

二、參數設定說明

項目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
現金及約當現金	117554	144773	429779	915877	1095394	586556
短期投資	286346	295144	18950	167798	412801	581980
長期投資	1695862	2436854	3990077	4332935	5022831	6071668
流動資產	3176944	3409102	3664896	5099436	5375229	5226568
固定資產	1061252	1004865	986367	1079911	1093285	1116909
其他資產	454256	429950	403522	367722	373325	399722
短期借款	0	0	0	0	0	0
應付所得稅	267933	148264	302529	213845	212420	107503
一年內到期長期負債	0	140	320	728	728	758
流動負債	1400054	1419202	1816336	1943164	1888553	1882702
長期負債	0	552	1029	2184	1455	657
營業收入淨額	8317144	9729708	11423863	12544265	12162799	11153037
營業費用—研究發展	62076	72619	58089	73373	66967	84214
營業利益	1347019	1809108	2370888	2469255	2209876	2020722
項目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
邊際(營業)利潤率	16.20%	18.59%	20.75%	19.68%	18.17%	18.12%
銷售成長率	23.57%	16.98%	17.41%	9.81%	-3.04%	-8.30%
淨營運資金	1776890	1989900	1848560	3156272	3486676	3343866
利息保障倍數	631.8	209035	1923	18844	18252	128.4
稅率	26.51%	22.85%	17.29%	15.28%	17.14%	15.76%

總投資率	7.81%
平均營業利益率	19.06%
平均銷售成長率	6.57%
平均現金稅率	17.66%

(1). WACC 之計算

	第一階段	第二階段	第三階段
D/A	16.46%	16.46%	16.46%
E/A	83.54%	83.54%	83.54%
稅率	15.00%	15.00%	15.00%
kd	2.87%	2.87%	2.87%
β	0.74179	0.720895	0.7
ks	8.55%	8.33%	8.12%
WACC	7.54%	7.36%	7.18%

1. D/A：以過去一年度之負債除以資產=2109044/12814867*100%=16.46%
2. E/A：以過去一年度之股東權益除以資產=10705539/12814867*100%=83.54%
3. Kd：表公司債務資金成本率，由政府公司債資金成本率加上信用風險貼水計算。
Kd=1%+1.87%=2.87%
4. β 值：表示衡量一家公司的系統風險，反映股票投資人不可分散的風險。我們是以 2013 年度的月股價報酬率之平均值計算。
5. $K_s=R_f+\beta\times(R_m-R_f)=0.94\%+0.74179\times(11.194\%-0.94\%)=8.55\%$
Ks：表示股東權益資金成本
6. Rf：表示無風險利率，以長期公債殖利率之一年平均計算而得。
7. Rm：表示市場要求報酬率。
8. 加權平均資金成本(WACC)之計算：

$$WACC = \frac{D}{E+D} \times kd \times (1-t) + \frac{E}{E+D} \times ks$$

9. WACC：

我們計算出來的 WACC 約 7%

10. 銷售成長率：

佳格公司在過去五年平均銷售成長率為 6.57%，根據年報顯示，雖然過去幾年，景氣不景氣也間接影響了民眾購買食品的意願，加上食安問題頻傳，更使得人民對食品安全產生疑慮，但隨著鮮食食品的商機擴大，挺過每一次風波的佳格，也將持續以生產高品質、健康之產品並配合各種銷售策略、加強廣告等方式，提升產品之買氣，增加收益。於是我們預估銷售成長率維持在約 5% 是可行的。

11. 邊際利潤率：

邊際利潤率在第一階段為 19.06%，這個數據是計算 2009 年到 2013 年的邊際利潤率平均值而得。由於原物料價格不穩定，衝擊食品產業的獲利情況，且氣候異常更間接影響原物料價格，使原物料價格成為獲利關鍵因素，近期氣候持續處在不穩定狀態，導致國際穀物價格上升，使公司成本也隨之提升，獲利能力降低，所以本組預估邊際利潤率在未來呈逐年遞減趨勢，設定平均值在 14.5% 上下是可行的。

12. 投資率：

佳格公司的投資率為 7.81%，在臺灣業績穩健，轉投資方面，隨著大陸市場開放、中國佳格將以華東為總部，逐步進入中國各重點省市發展，積極布局小包裝食用油市場，上海佳格食品於 2011 年、2012 年產生獲利。今年(2014)董事會通過增資大陸佳格食品 3,500 萬美元，將用於擴充食用油品、營養食品及保健品銷售業務，搶進大陸 13 億人口的市場，未來看好，於是我們預估投資率維持在 7% 左右是可行的。

三、基本設定(三階段)說明

本組對於食品領導品牌佳格保持樂觀預期，選擇採用 5 年／5 年／10 年型態。

*5 年／5 年／10 年後：亦即第一階段有 5 年；第二階段有 5 年；10 年後進入第三階段，採 5 年／5 年／10 年型態，所估算的企業價值較 3 年／7 年／10 年型態為高。

第一階段：銷售成長率、邊際利潤率、現金稅率取 2009-2013 年五年平均值作為設定值，投資率計算由多項比率分析計算而得，WACC 則是將表格內各項數值代入公式所計算出之數值。

第三階段：假設未來公司處於穩定發展的階段並參照前幾章的總體經濟、產業分析，公司發展之情況預測分析，評價公司未來發展趨勢並以第一階段計算之數值為基準評估設定第三階段之數值。

第二階段：第二階段數據則取自第一階段與第三階段之平均值，數值介於第一與第三階段之間。

運用三階段現金流量折現模式計算出公司營運價值，加上現金及約當現金、短期投資、長期投資後扣掉融資負債總額得到股東權益價值，之後除以流通在外股數估算出佳格每股股票價值。

四、基本設定

	第一階段					第二階段					第三階段
	103年	104年	105年	106年	107年	108年	109年	110年	111年	112年	113年
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
淨銷售額	11885791.5	12666688	13498889	14385766	15330911	16,141,150	16,994,210	17,892,354	18,837,965	19,833,551	20,626,893
銷售額變動數	732,755	780,897	832,201	886,877	945,145	810,239	853,060	898,144	945,611	995,586	793,342
稅後淨營業利潤	1,750,358	1,987,911	2,118,516	2,257,703	2,406,034	1,915,414	2,016,644	2,123,223	2,235,436	2,353,578	1,670,778
本業相關投資收益	85,264	90,866	96,836	103,198	109,978	115,791	121,910	128,353	135,137	142,279	147,970
新增投入資本	57,228	60,988	64,995	69,265	73,816	59,998	63,169	66,508	70,022	73,723	55,534
自由現金流量	1,778,394	2,017,789	2,150,357	2,291,636	2,442,196	1,971,207	2,075,385	2,185,069	2,300,550	2,422,134	1,763,214
折現因子	0.9299	0.8647	0.8040	0.7477	0.6952	0.6530	0.6082	0.5665	0.5276	0.4915	15.4394
各期自由現金流量現值	1,653,688	1,744,723	1,728,968	1,713,354	1,697,882	1,287,138	1,262,236	1,237,815	1,213,867	1,190,382	27,223,004

	第一階段	第二階段	第三階段
銷售成長率	6.57%	5.29%	4.00%
邊際(營業)利潤率	19.06%	14.53%	10%
現金稅率	17.66%	18.33%	19%
投資率	7.81%	7.41%	7%
WACC	7.54%	7.36%	7.18%

公司營運價值	本業價值	企業價值	41,953,057
現金及約當現金	理財價值		586,556
短期投資			581,980
長期投資	業外投資價值		6,071,668
融資負債價值	融資負債價值		1,517,655
流通在外股數(張)			661,131
每股股票價值	股東權益價值=企業價值-融資負債價值		72

五、樂觀情形

	第一階段					第二階段					第三階段
	103年	104年	105年	106年	107年	108年	109年	110年	111年	112年	113年
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
淨銷售額	11885792	12666688	13498889	14385766	15330911	16601077	17976477	19465828	21078572	22824931	23737928
銷售額變動數	732754.53	780896.5	832201.4	886877	945144.9	1270166	1375399	1489351	1612744	1746360	912997.2
稅後淨營業利潤	1750358.1	1987911	2118516	2257703	2406034	2376735	2573647	2786874	3017767	3267789	1922772
本業相關投資收益	85264.376	90866.25	96836.16	103198.3	109978.4	119090.1	128956.8	139640.8	151210.1	163737.8	170287.3
新增投入資本	57228.129	60988.02	64994.93	69265.1	73815.81	94055.79	101848.3	110286.4	119423.7	129317.9	63909.81
自由現金流量	1778394.3	2017789	2150357	2291636	2442196	2401769	2600756	2816228	3049553	3302208	2029150
折現因子	0.9298768	0.864671	0.804037	0.747656	0.695228	0.65297	0.608194	0.566488	0.527642	0.49146	15.43942
各期自由現金流量現值	1653687.5	1744723	1728968	1713354	1697882	1568282	1581763	1595359	1609073	1622904	31328893

	第一階段	第二階段	第三階段
銷售成長率	6.57%	8.29%	4.00%
邊際(營業)利潤率	19.06%	17.53%	10.00%
現金稅率	17.66%	18.33%	19.00%
投資率	7.81%	7.41%	7.00%
WACC	7.54%	7.36%	7.18%

公司營運價值	本業價值	企業價值	47844889
現金及約當現金	理財價值		586556
短期投資			581980
長期投資	業外投資價值		6071668
融資負債價值	融資負債價值		1517655
流通在外股數(張)			661131
每股股票價值	股東權益價值=企業價值-融資負債價值		81.02

樂觀說明：

由於佳格在大陸的投資趨於穩定，大陸的內需市場消費力也不亞於其他國家，所以往後幾年可望提高銷售成長率。

大陸的快速崛起，國民所得水準跟著提高，也成為開發中國家的代表，大陸民眾也有了保健養生的觀念並開始注重，佳格所生產的機能奶粉系列，例如：桂格高鐵海洋膠原奶粉、桂格健康三益菌奶粉等等；補品系列例如：養氣人參、靈芝系列、天地合補四物飲等等，和特殊營養品系列，例如：桂格完膳營養素，都將會增加佳格的銷售額，而在內蒙古投資的葵花籽油為民生必需品，都會有穩定的獲利。

一連串的食安風暴，從大統長基食用油摻假油、毒澱粉、食用油含有葉綠素到地溝油，也讓消費者對大廠牌的品質信任打上問號，反觀佳格是少數大廠牌中沒有被查出黑心食品的，品牌知名度高、形象好，推出新產品很快被消費者接受，也增加消費者對佳格的購賣意願及顧客忠誠度。

根據上述內容，我們相信佳格在未來能夠再創佳績，於是將銷售成長率以及邊際利潤率將會成長 3%，所以設定為 8.29%、17.53%。

六、悲觀情形

	第一階段					第二階段					第三階段
	103年	104年	105年	106年	107年	108年	109年	110年	111年	112年	113年
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
淨銷售額	11885792	12666688	13498889	14385766	15330911	15681223	16039539	16406042	16780920	17164364	17850939
銷售額變動數	732754.5	780896.5	832201.4	886877	945144.9	350311.3	358315.9	366503.5	374878.1	383444	686574.57
稅後淨營業利潤	1750358	1987911	2118516	2257703	2406034	1476630	1510371	1544883	1580184	1616291	1445926
本業相關投資收益	85264.38	90866.25	96836.16	103198.3	109978.4	112491.4	115061.9	117691	120380.3	123131	128056.19
新增投入資本	57228.13	60988.02	64994.93	69265.1	73815.81	25940.55	26533.3	27139.58	27759.72	28394.03	48060.22
自由現金流量	1778394	2017789	2150357	2291636	2442196	1563181	1598900	1635435	1672804	1711028	1525922
折現因子	0.929877	0.864671	0.804037	0.747656	0.695228	0.65297	0.608194	0.566488	0.527642	0.49146	15.439419
各期自由現金流量現值	1653688	1744723	1728968	1713354	1697882	1020710	972440.6	926454	882642.1	840902.1	23559349

	第一階段	第二階段	第三階段
銷售成長率	6.57%	2.29%	4.00%
邊際(營業)利潤率	19.06%	11.53%	10.00%
現金稅率	17.66%	18.33%	19.00%
投資率	7.81%	7.41%	7.00%
WACC	7.54%	7.36%	7.18%

公司營運價值	本業價值	企業價值	36741113
現金及約當現金	理財價值		586556
短期投資			581980
長期投資	業外投資價值		6071668
融資負債價值	融資負債價值		1517655
流通在外股數(張)			661131
每股股票價值	股東權益價值=企業價值-融資負債價值		64.23

悲觀說明：

觀察近期全球經濟情勢，雖然整體景氣仍維持向上，但歐元區經濟仍受困於物價及失業問題，中國經濟則持續由高速成長轉向中速成長，由於歐元區與中國經濟走緩，也影響日、韓、東協地區與我國出口表現，加上原物料價格波動，讓全球經濟的復甦趨勢中出現許多雜音，進而對國內經濟表現與廠商造成影響。

此外，台灣食品安全問題已在國際上造成不利影響，例如：新加坡已經對台灣食品安全不是那麼信任，倘若未來繼續發生，將對食品業出口造成衝擊。各個事件的發生，也抑制了消費需求，使佳格在各方面仍面臨嚴峻的考驗。

根據上述內容，我們認為佳格在未來發展受限，於是將銷售成長率以及邊際利潤率設定為 2.29%、11.53%。

第陸章 結論

從總體來看，近年來平均所得水準略有提高以及平均年經濟成長率小幅成長，可以發現，受到國際景氣回溫及國內經濟成長率上揚所帶動，使消費有較佳表現，在油價方面，價格居高不下，食品業的成本也隨之增加，從產業面來看，由於大宗物資多仰賴進口，又近期全球氣候異常，導致原物料價格多在高水準價位，較不利於食品產業發展，從公司面來看，佳格多年致力於健康食品的發展，近期大眾健康意識的抬頭，健康食品蔚為風潮，大眾對健康食品需求有增無減，將為食品業帶來一大成長動能，對佳格來說，可說是一大機會。

「民以食為天」，台灣今年卻又再一次爆發嚴重的食安危機，使得民眾人心惶惶，數家食品大廠皆受到衝擊，導致業績未能成長、甚至衰退，不過佳格 2014 年 11 月合併營收仍達 19.3 億元、年增率 13.55%，表現穩定。主要是油品與乳品銷售均有增長，推測是消費移轉所導致。

在大陸發展方面，佳格到中國大陸投資約 20 年，在蘇州及內蒙古等地設廠，以自有品牌「多力」在大陸銷售葵花油，為大陸最大的葵花油生產線。其中，上海佳格食品已於 2011、2012 年開始產生獲利。隨著大陸市場的消費能力提升，對保健、生醫食品愈趨重視，整體市場也快速成長。在新產能規劃方面，公司已於江蘇太倉動土，2013 年 7 月正式投產，增加食用油、機能粉態營養品、保健滋補產品，業務由中國桂格公司經營，初期以發泡錠進軍大陸保健、營養食品市場。隨著佳格擴大大陸事業布局，未來大陸業績成長性可期。

在評價分析方面，根據估算結果顯示，佳格股價位於 64.23 元到 81.02 元之間，佳格食品目前股價約 66.7 元，受到全球經濟情勢、歐元區景氣低迷及中國大陸轉向中速成長以及食品安全問題在國際上造成不利影響，接近悲觀值 64.23 元，但佳格在大陸投資逐漸穩定以及大陸民眾漸漸有了保健養生的觀念，有助於佳格的銷售成長，所以我們樂觀看待佳格未來前景，預期朝向樂觀值 81.02 元。

第七章 資料來源

佳格官網 <http://www.quaker.com.tw/>

鉅亨網 <http://www.cnyes.com/>

MoneyDJ理財網 <http://www.moneydj.com/>

群益金融網 <http://www.capital.com.tw/>

台經院產經資料庫 <http://tie.tier.org.tw/>

TEJ經濟新報資料庫

中央銀行 <http://www.cbc.gov.tw/mp1.html>

奇摩股市 <http://tw.stock.yahoo.com/>

行政院經濟建設委員會 <http://www.cepd.gov.tw/ml.aspx?sNo=0008704>

公開資訊觀測站 <http://mops.tse.com.tw/mops.htm>

中央銀行全球資訊網 <http://www.cbc.gov.tw/mp1.html>

行政院主計總處 <http://www.dgbas.gov.tw/np.asp?ctNode=2825>

國際財經導讀 <http://journal.eyeprophet.com/>