

台塑 (1301.TW/1301 TT)

油價上漲帶動 3Q23 獲利

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

持有 · 維持

| | |
|-------------------------|-------|
| 收盤價 September 19 (NT\$) | 82.40 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 78.00 |
| 前次目標價 (NT\$) | 79.00 |
| 調降 (%) | 1.3 |
| 下跌空間 (%) | 5.3 |

焦點內容

台塑預計於 10 月 11 日(星期三)公布 3Q23 自結財報。我們預估原油價格上漲及產業二次補庫存將帶動 3Q23 EPS 季增至 0.69 元。建議投資人靜待產業重整及需求復甦的契機再檢視該股。

交易資料表

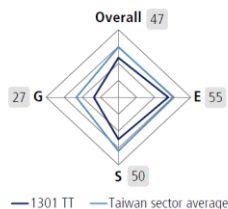
| | |
|------------------------|--------------|
| 市值：(NT\$/bn/US\$mn) | 525 / 16,410 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 6,366 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 2,049 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 6.48 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 78.90 -94.40 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|
| 絕對表現 (%) | -10.1 | -9.2 | -3.6 |
| 相對表現 (%) | -6.4 | -16.9 | -18.9 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|-------|-------|-------|---------|
| 2022 | 2.60A | 3.33A | 0.90A | (1.16)A |
| 2023 | 0.37A | 0.19A | 0.69F | 0.15F |
| 2024 | 0.14F | 0.83F | 0.91F | 0.70F |

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

台塑預計於 10 月 11 日(星期三)公布 3Q23 自結財報。我們預估原油價格上漲及產業二次補庫存將帶動 3Q23 EPS 季增至 0.69 元。

評論及分析

3Q23 產業補庫存帶動銷量。我們預估台塑 3Q23 EPS 達 0.69 元，季增 260%、年減 27%，高於市場共識的 0.45 元，主要係考量：(1) 營業利益由虧轉盈：(a) 中國政府推出貨幣及房地產刺激政策，加上原油價格持續上漲，推動貿易商回補庫存，PVC 利差季增、多數烯烴衍生物利差季持平，台塑的工廠稼動大致季持平、銷量季增；(b) 亞洲煤成本下跌，壓抑燒鹼價格。(2) 享有庫存利益下，我們估計台塑化(6505 TT, NT\$81.2, 持有)轉投資利益由虧轉盈。(3) 亞洲進口需求進一步轉弱，拖累 PE-乙烷一貫化利差季減至 US\$684/mt，加上燒鹼價格下跌，拖累台塑美國(美)轉投資收益季持平於損益平衡水準。

4Q23 烯烴衍生物利差承壓。我們預估台塑 4Q23 EPS 達 0.15 元，季減 79%、年由虧轉盈，低於市場共識的 0.83 元，主要係考量：(1) 營業利益季減、年增，反映高油價壓縮烯烴衍生物的利差空間；(2) 台塑美國轉投資收益大致季持平。(3) 庫存利益收斂下，台塑化轉投資收益季減。

投資建議

反映高油價將壓縮 4Q23-2024 年烯烴衍生物的利差空間，我們將 2024 年 EPS 預估下修至 2.58 元，並調整目標價至 78 元，相當於 2024 年預估每股淨值 56 元的 1.4 倍(自 2023 年預估每股淨值 53 元的 1.5 倍)，維持「持有」評等。我們認為中國烯烴衍生物擴產潮將持續壓抑台塑產品利差及工廠稼動，建議投資人靜待產業重整及需求復甦的契機再檢視該股。

投資風險

原油價格暴跌、原物料需求弱於預期。

主要財務數據及估值

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 185,813 | 273,598 | 251,647 | 198,135 | 217,505 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 29,054 | 76,161 | 42,559 | 11,927 | 21,210 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 17,099 | 60,164 | 26,799 | (1,973) | 8,310 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 20,036 | 71,355 | 36,143 | 8,894 | 16,448 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 3.15 | 11.21 | 5.68 | 1.40 | 2.58 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 2.40 | 8.20 | 4.20 | 1.00 | 1.90 |
| 每股盈餘成長率 (%) | (46.3) | 256.1 | (49.3) | (75.4) | 84.9 |
| 本益比 (x) | 26.2 | 7.4 | 14.5 | 59.0 | 31.9 |
| 股價淨值比 (x) | 1.6 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| EV/EBITDA (x) | 10.6 | 3.7 | 7.5 | 37.9 | 14.6 |
| 淨負債比率 (%) | 23.2 | 10.6 | 21.2 | 27.1 | 24.1 |
| 殖利率 (%) | 2.9 | 10.0 | 5.1 | 1.2 | 2.3 |
| 股東權益報酬率 (%) | 5.9 | 19.4 | 9.5 | 2.5 | 4.7 |

資料來源：公司資料、凱基

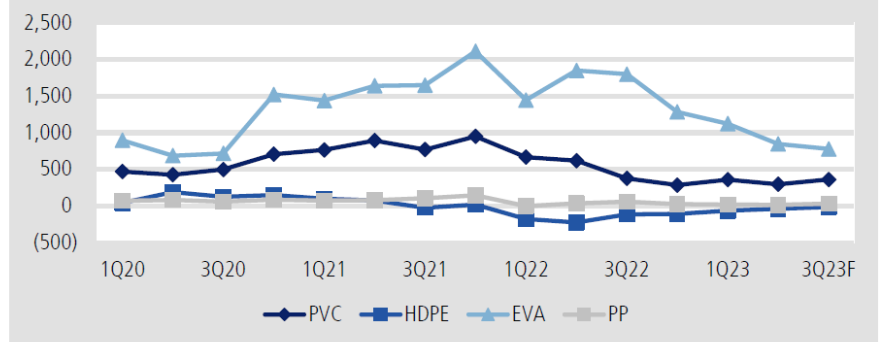
圖 1：3Q23 部門獲利預估

| 百萬元 | 凱基預估 | 3Q23F | |
|--------|-------|---------|---------|
| | | QoQ (%) | YoY (%) |
| 營業利益 | 754 | N.M. | 57 |
| 營業外淨收益 | 4,361 | 23 | (22) |
| 轉投資收益 | 3,999 | 5,445 | N.M. |
| 台塑化 | 3,277 | N.M. | N.M. |
| 台塑美國 | 180 | 315 | (34) |
| 台塑烯烴美國 | 47 | N.M. | N.M. |
| 台勝科 | 254 | (12) | (43) |
| 麥寮汽電 | 748 | 26 | 5,021 |
| 其他 | (508) | 4 | 4 |
| 股利收入 | 349 | (89) | (94) |
| 匯兌損益 | 300 | 7 | (70) |
| 其他 | (288) | 388 | N.M. |

資料來源：凱基

圖 2：3Q23 PVC 利差季增，PE、EVA、PP 利差季持平

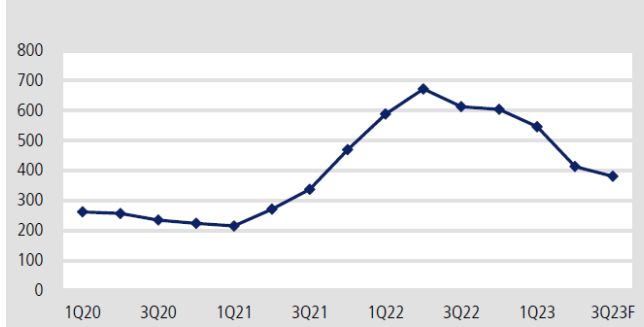
PVC-合約乙烯、PE-合約乙烯、EVA-合約乙烯/VAM 及 PP-丙烯利差，US\$/mt



資料來源：隆家資訊；凱基

圖 3：3Q23 燒鹼價格下跌

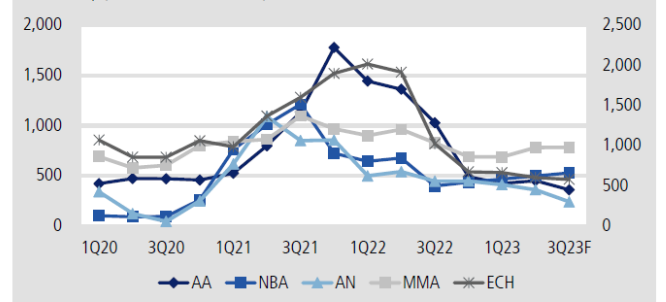
燒鹼價格，US\$/mt



資料來源：隆家資訊；凱基

圖 4：3Q23 AN、AA 利差季減，NBA、ECH、MMA 利差季持平

AA-丙烯、NBA-丙烯、AN-丙烯利差，US\$/mt(左軸)；MMA-丙酮及 ECH-丙烯利差，US\$/mt(右軸)



資料來源：隆家資訊；凱基

圖 5：3Q23 & 4Q23 財務預估暨市場共識比較

| 百萬元 | 3Q23F | | | | | | | 4Q23F | | | | | | |
|---------|--------|--------|-----------|----------|-----------|--------|-----------|--------|--------|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|
| | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 49,548 | 47,775 | 3.7 | 2.3 | (11.0) | 50,085 | (1.1) | 47,926 | 46,371 | 3.4 | (3.3) | (6.1) | 51,647 | (7.2) |
| 毛利 | 4,229 | 4,403 | (3.9) | 355.1 | (1.6) | 3,954 | 7.0 | 3,302 | 6,308 | (47.6) | (21.9) | 153.8 | 5,336 | (38.1) |
| 營業利益 | 754 | 1,178 | (36.0) | - | 57.2 | 1,079 | (30.1) | (271) | 3,307 | - | - | - | 1,466 | - |
| 稅前淨利 | 5,115 | 3,483 | 46.9 | 376.6 | (16.2) | 2,886 | 77.2 | 1,453 | 5,917 | (75.5) | (71.6) | - | 5,336 | (72.8) |
| 稅後淨利 | 4,399 | 2,961 | 48.6 | 259.1 | (23.6) | 2,550 | 72.5 | 928 | 4,729 | (80.4) | (78.9) | - | 4,463 | (79.2) |
| 每股盈餘(元) | 0.69 | 0.47 | 48.6 | 259.1 | (23.6) | 0.45 | 72.5 | 0.15 | 0.74 | (80.4) | (78.9) | - | 0.83 | (79.2) |
| 毛利率(%) | 8.5 | 9.2 | (0.7)ppts | 6.6 ppts | 0.8 ppts | 7.9 | 0.6 ppts | 6.9 | 13.6 | (6.7)ppts | (1.6)ppts | 4.3 ppts | 10.3 | (3.4)ppts |
| 營益率(%) | 1.5 | 2.5 | (0.9)ppts | 6.6 ppts | 0.7 ppts | 2.2 | (0.6)ppts | (0.6) | 7.1 | (7.7)ppts | (2.1)ppts | 4.0 ppts | 2.8 | (3.4)ppts |
| 淨利率(%) | 8.9 | 6.2 | 2.7 ppts | 6.3 ppts | (1.5)ppts | 5.1 | 3.8 ppts | 1.9 | 10.2 | (8.3)ppts | (6.9)ppts | 16.4 ppts | 8.6 | (6.7)ppts |

資料來源：凱基

圖 6：2023-24 年財務預估暨市場共識比較

| 百萬元 | 2023F | | | | | | 2024F | | | | | |
|---------|---------|---------|-----------|------------|---------|-----------|---------|---------|-----------|----------|---------|-----------|
| | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 198,135 | 194,813 | 1.7 | (21.3) | 201,871 | (1.9) | 217,505 | 220,828 | (1.5) | 9.8 | 220,938 | (1.6) |
| 毛利 | 11,927 | 15,002 | (20.5) | (72.0) | 11,674 | 2.2 | 21,210 | 29,327 | (27.7) | 77.8 | 25,406 | (16.5) |
| 營業利益 | (1,973) | 2,102 | - | (107.4) | 2,207 | - | 8,310 | 17,227 | (51.8) | (521.2) | 13,981 | (40.6) |
| 稅前淨利 | 10,107 | 12,939 | (21.9) | (76.9) | 13,117 | (22.9) | 19,816 | 30,746 | (35.5) | 96.1 | 25,992 | (23.8) |
| 稅後淨利 | 8,894 | 11,257 | (21.0) | (75.4) | 10,075 | (11.7) | 16,448 | 25,520 | (35.5) | 84.9 | 22,230 | (26.0) |
| 每股盈餘(元) | 1.40 | 1.77 | (21.0) | (75.4) | 1.59 | (11.7) | 2.58 | 4.01 | (35.5) | 84.9 | 3.48 | (26.0) |
| 毛利率(%) | 6.0 | 7.7 | (1.7)ppts | (10.9)ppts | 5.8 | 0.2 ppts | 9.8 | 13.3 | (3.5)ppts | 3.7 ppts | 11.5 | (1.7)ppts |
| 營益率(%) | (1.0) | 1.1 | (2.1)ppts | (11.6)ppts | 1.1 | (2.1)ppts | 3.8 | 7.8 | (4.0)ppts | 4.8 ppts | 6.3 | (2.5)ppts |
| 淨利率(%) | 4.5 | 5.8 | (1.3)ppts | (9.9)ppts | 5.0 | (0.5)ppts | 7.6 | 11.6 | (4.0)ppts | 3.1 ppts | 10.1 | (2.5)ppts |

資料來源：凱基

圖 7：部門獲利預估

| (百萬元) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23F | 4Q23F | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------------------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 塑膠部(PVC, 燒鹼) | 714 | (147) | 812 | 410 | 758 | 1,119 | 1,831 | 1,602 | 27,294 | 18,814 | 1,789 | 5,310 |
| 聚烯部(PE) | 43 | 151 | 883 | 564 | 429 | 870 | 1,578 | 1,211 | 10,755 | 5,976 | 1,641 | 4,088 |
| 聚丙烯部(PP) | (563) | (548) | (115) | (318) | (230) | 40 | 38 | 305 | 3,479 | (714) | (1,545) | 153 |
| 台龍朗部(AA/AE, SAP, NBA) | (272) | (588) | (320) | (681) | (523) | (20) | (176) | 15 | 11,439 | 4,807 | (1,860) | (704) |
| 化學品部(AN, MMA, ECH, MTBE) | (272) | (269) | (256) | (202) | (240) | 120 | 358 | 224 | 9,625 | 1,720 | (998) | 463 |
| 其他 | 366 | (1,072) | (250) | (44) | (250) | (250) | (250) | (250) | (2,427) | (3,804) | (1,000) | (1,000) |
| 營業利益合計 | 17 | (2,473) | 754 | (271) | (57) | 1,879 | 3,379 | 3,108 | 60,164 | 26,799 | (1,973) | 8,310 |
| 麥寮汽電 | 659 | 595 | 748 | 492 | 249 | 499 | 374 | 125 | 77 | (1,126) | 2,494 | 1,247 |
| 台塑美國 | 652 | 43 | 180 | 325 | 413 | 689 | 965 | 689 | 6,067 | 3,997 | 1,201 | 2,756 |
| 台塑化 | 1,251 | (302) | 3,277 | 1,338 | 426 | 1,993 | 2,304 | 1,460 | 13,981 | 4,219 | 5,564 | 6,183 |
| 台塑烯煙美國 | 216 | (63) | 47 | (10) | 107 | 107 | 107 | 107 | 2,510 | (563) | 190 | 429 |
| 台塑勝高 | 257 | 288 | 254 | 218 | 254 | 254 | 254 | 254 | 410 | 1,401 | 1,017 | 1,017 |
| 福欣特殊鋼 | (335) | (485) | (401) | (383) | (255) | (255) | (255) | (255) | (137) | (1,488) | (1,604) | (1,021) |
| 其他 | (336) | (4) | (107) | (82) | 89 | 89 | 89 | (2,380) | 544 | (679) | (529) | 357 |
| 轉投資收益合計 | 2,364 | 72 | 3,999 | 1,897 | 1,285 | 3,377 | 3,838 | 0 | 23,453 | 5,761 | 8,333 | 10,968 |
| 台化 | | | | | | | | | 497 | 954 | 189 | 139 |
| 南亞 | | | | | | | | | 1,880 | 5,875 | 2,350 | 548 |
| 南亞科 | | | | | | | | | 435 | 1,239 | 713 | 100 |
| 台塑河靜 | | | | | | | | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | | | | | | | | | 187 | 374 | 350 | 350 |
| 股利收入合計 | 0 | 3,253 | 349 | 0 | 0 | 1,138 | 0 | 0 | 3,000 | 8,442 | 3,602 | 1,138 |
| 稅後淨利 | 2,343 | 1,225 | 4,399 | 928 | 884 | 5,307 | 5,795 | 4,461 | 71,355 | 36,143 | 8,894 | 16,448 |
| EPS | 0.37 | 0.19 | 0.69 | 0.15 | 0.14 | 0.83 | 0.91 | 0.70 | 11.21 | 5.68 | 1.40 | 2.58 |
| DPS | | | | | | | | | 8.20 | 4.20 | 1.00 | 1.90 |

資料來源：凱基

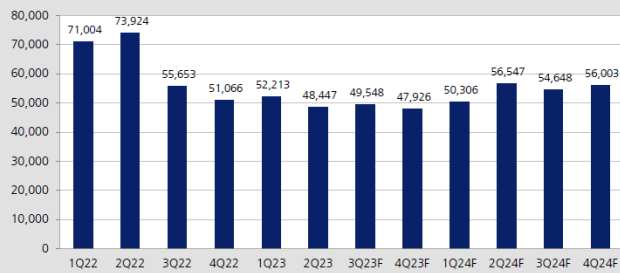
圖 8: 公司概況

台塑成立於 1954 年，為台塑集團中的下游聚烯烴業者，主要生產基地位於麥寮六輕園區、高雄林園、高雄仁武及寧波，自集團內台塑化(6505 TT, NT\$81.2, 持有)購買乙烯、丙烯等烯烴料源，生產產品包含 PVC、PE、PP 等聚烯烴與 AN、MTBE 等化學品。台塑藉轉投資台塑美國 22.6% 股權經營美國烯烴及聚烯烴業務，並藉投資台塑化 28.6% 股權降低原料價格波動的風險。

資料來源：凱基

圖 10: 季營業收入

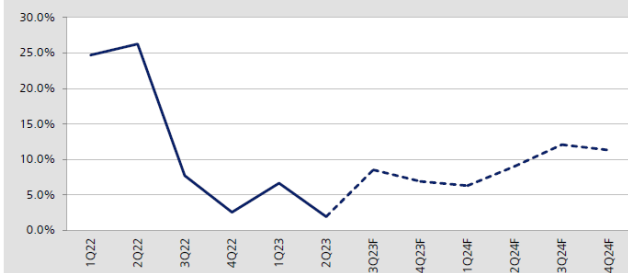
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12: 毛利率

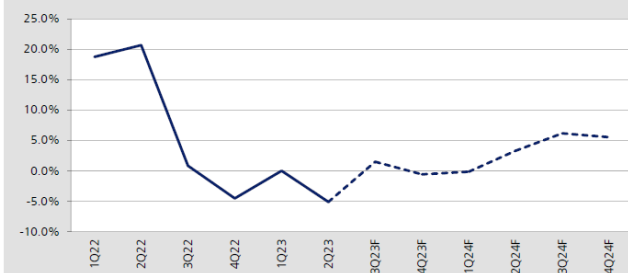
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率

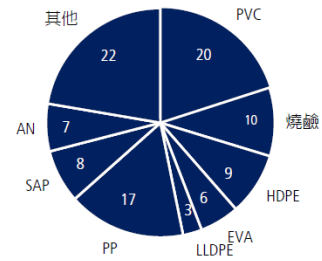
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: PVC、PP、AA 等聚烯烴為主要業務

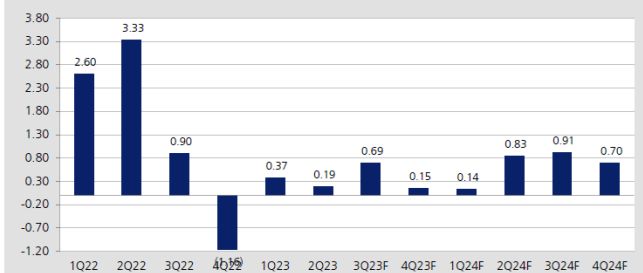
營收比重(不含內部撥轉)，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 每股盈利

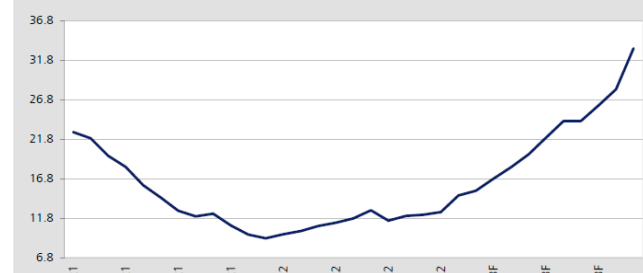
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13: 本益比

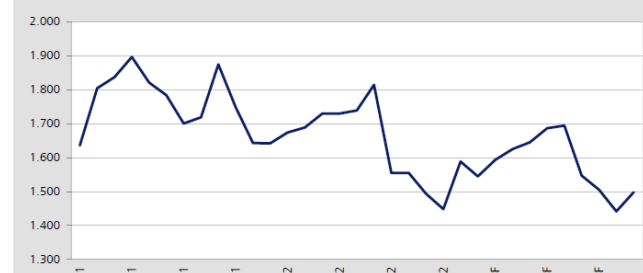
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 15: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 16 : ESG 整體分數

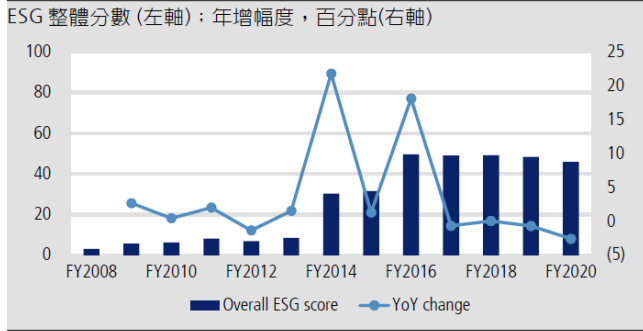


圖 17 : ESG 各項分數

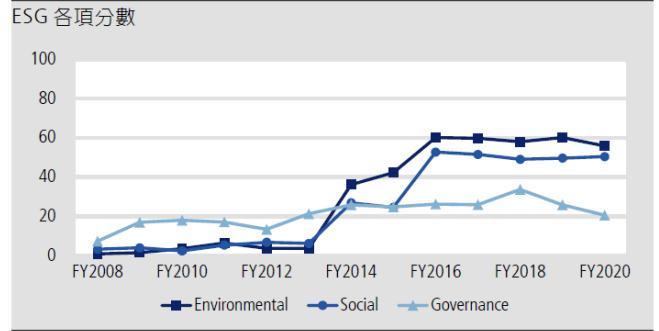


圖 18 : 廢棄物總量

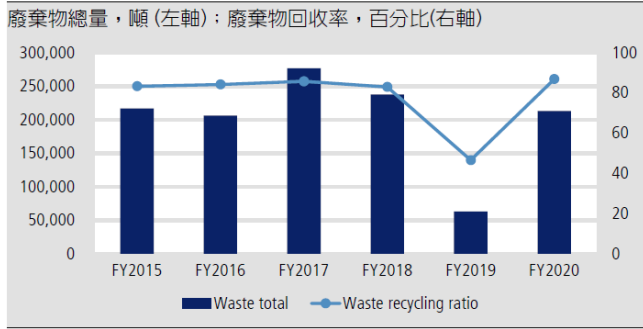


圖 19 : 耗水量

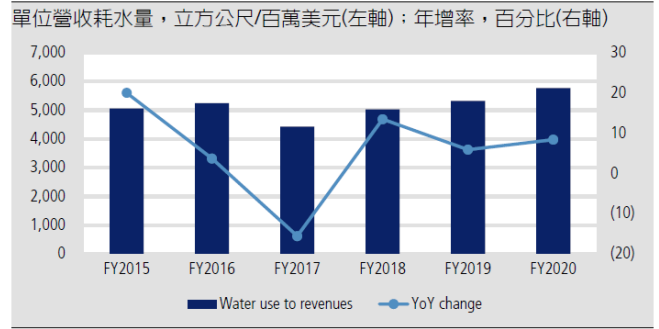


圖 20 : 環保支出

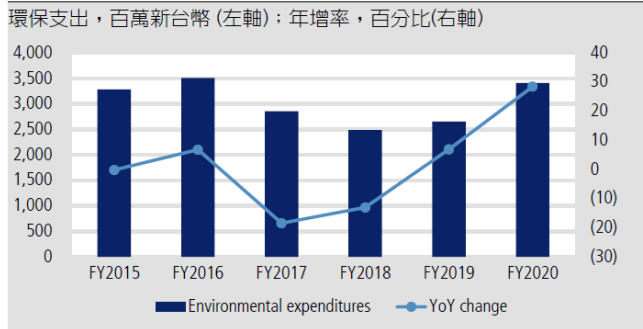


圖 21 : 員工流動率

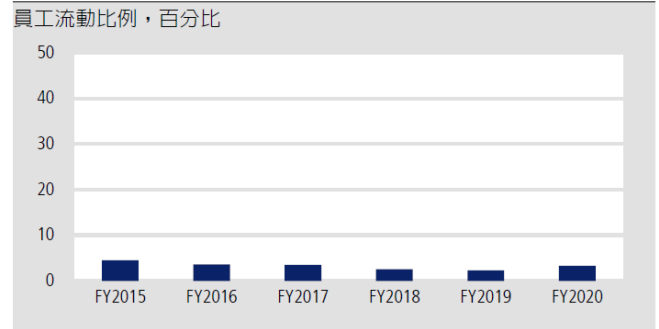


圖 22 : 性別多樣化

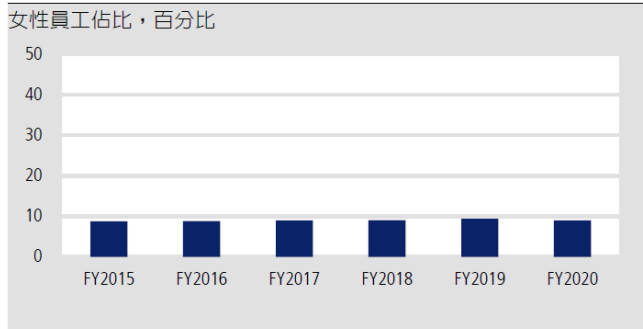
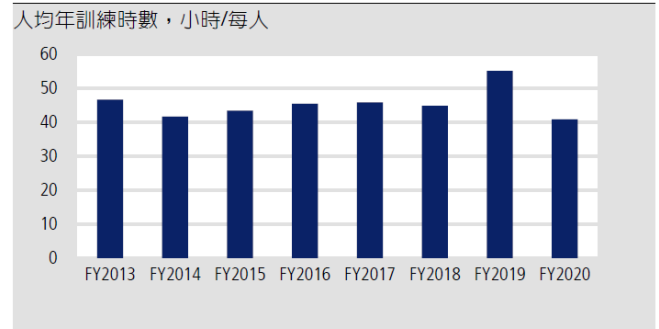


圖 23 : 員工訓練



ESG 圖表定義

| 項目 | 定義 | 說明 |
|--------------|--|----|
| 能源使用 | 直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下 | |
| 購買之再生能源 | Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源 | |
| 再生能源使用率 | 再生能源占總能源消耗量之比例 | |
| CO2 約當排放量 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3) | |
| CO2 約當排放量營收比 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3) | |
| 廢棄物總量 | 廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內 | |
| 廢棄物回收率 | 公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物 | |
| 總取水量 | 總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮 | |
| 環保支出 | 環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出 | |
| 員工流動率 | 員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數 | |
| 女性經理 | 女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100 | |
| 女性員工 | 女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100 | |
| 教育訓練總時數 | 所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作 | |
| 每位員工教育訓練時數 | 平均每年每位員工總教育訓練時數 | |

資料來源：Refinitiv；凱基

損益表

| 損益表 (NT\$百萬) | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|---------------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23F | Dec-23F | Mar-24F | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
| 營業收入 | 52,213 | 48,447 | 49,548 | 47,926 | 50,306 | 56,547 | 54,648 | 56,003 | 251,647 | 198,135 | 217,505 |
| 營業成本 | (48,747) | (47,518) | (45,319) | (44,624) | (47,138) | (51,443) | (48,044) | (49,670) | (209,089) | (186,208) | (196,295) |
| 營業毛利 | 3,467 | 929 | 4,229 | 3,302 | 3,168 | 5,104 | 6,604 | 6,333 | 42,559 | 11,927 | 21,210 |
| 營業費用 | (3,450) | (3,402) | (3,475) | (3,573) | (3,225) | (3,225) | (3,225) | (3,225) | (15,760) | (13,900) | (12,900) |
| 營業利益 | 17 | (2,473) | 754 | (271) | (57) | 1,879 | 3,379 | 3,108 | 26,799 | (1,973) | 8,310 |
| 折舊 | (1,907) | (1,851) | (2,000) | (2,242) | (2,000) | (2,000) | (2,000) | (2,000) | (7,511) | (8,000) | (8,000) |
| 攤提 | (124) | (137) | (236) | (448) | (236) | (236) | (236) | (236) | (945) | (945) | (945) |
| EBITDA | 2,048 | (485) | 2,990 | 2,419 | 2,180 | 4,116 | 5,616 | 5,344 | 35,255 | 6,973 | 17,255 |
| 利息收入 | 114 | 136 | 138 | 162 | 100 | 100 | 100 | 100 | 380 | 550 | 400 |
| 投資利益淨額 | 2,364 | 3,325 | 4,348 | 1,897 | 1,285 | 4,514 | 3,838 | 2,469 | 14,203 | 11,935 | 12,106 |
| 其他營業外收入 | 61 | 51 | 300 | 883 | 50 | 50 | 50 | 50 | 199 | 1,295 | 200 |
| 總營業外收入 | 2,539 | 3,512 | 4,786 | 2,942 | 1,435 | 4,664 | 3,988 | 2,619 | 14,782 | 13,779 | 12,706 |
| 利息費用 | (437) | (458) | (425) | (381) | (300) | (300) | (300) | (300) | (1,037) | (1,700) | (1,200) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 346 | 492 | - | (838) | - | - | - | - | 3,250 | - | - |
| 總營業外費用 | (90) | 34 | (425) | (1,219) | (300) | (300) | (300) | (300) | 2,213 | (1,700) | (1,200) |
| 稅前純益 | 2,466 | 1,073 | 5,115 | 1,453 | 1,078 | 6,244 | 7,067 | 5,427 | 43,794 | 10,107 | 19,816 |
| 所得稅費用[利益] | (124) | 152 | (716) | (525) | (194) | (937) | (1,272) | (966) | (7,652) | (1,213) | (3,369) |
| 少數股東損益 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 非常項目稅後純益 | 2,343 | 1,225 | 4,399 | 928 | 884 | 5,307 | 5,795 | 4,461 | 36,143 | 8,894 | 16,448 |
| 非常項目 | (0) | (0) | - | 0 | - | - | - | - | - | - | - |
| 稅後淨利 | 2,343 | 1,225 | 4,399 | 928 | 884 | 5,307 | 5,795 | 4,461 | 36,143 | 8,894 | 16,448 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 0.37 | 0.19 | 0.69 | 0.15 | 0.14 | 0.83 | 0.91 | 0.70 | 5.68 | 1.40 | 2.58 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 6.6 | 1.9 | 8.5 | 6.9 | 6.3 | 9.0 | 12.1 | 11.3 | 16.9 | 6.0 | 9.8 |
| 營業利益率 | 0.0 | (5.1) | 1.5 | (0.6) | (0.1) | 3.3 | 6.2 | 5.5 | 10.6 | (1.0) | 3.8 |
| EBITDA Margin | 3.9 | (1.0) | 6.0 | 5.0 | 4.3 | 7.3 | 10.3 | 9.5 | 14.0 | 3.5 | 7.9 |
| 稅前純益率 | 4.7 | 2.2 | 10.3 | 3.0 | 2.1 | 11.0 | 12.9 | 9.7 | 17.4 | 5.1 | 9.1 |
| 稅後純益率 | 4.5 | 2.5 | 8.9 | 1.9 | 1.8 | 9.4 | 10.6 | 8.0 | 14.4 | 4.5 | 7.6 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 2.2 | (7.2) | 2.3 | (3.3) | 5.0 | 12.4 | (3.4) | 2.5 | | | |
| 營業毛利 | 166.4 | (73.2) | 355.1 | (21.9) | (4.1) | 61.1 | 29.4 | (4.1) | | | |
| 營業收益增長 | | (14858.7) | | (135.9) | (79.1) | | 79.8 | (8.0) | | | |
| EBITDA | | (123.7) | | (19.1) | (9.9) | 88.8 | 36.4 | (4.8) | | | |
| 稅前純益 | | (56.5) | 376.6 | (71.6) | (25.8) | 479.2 | 13.2 | (23.2) | | | |
| 稅後純益 | | (47.7) | 259.1 | (78.9) | (4.7) | 500.4 | 9.2 | (23.0) | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (26.5) | (34.5) | (11.0) | (6.1) | (3.7) | 16.7 | 10.3 | 16.9 | (8.0) | (21.3) | 9.8 |
| 營業毛利 | (80.2) | (95.2) | (1.6) | 153.8 | (8.6) | 449.3 | 56.2 | 91.8 | (44.1) | (72.0) | 77.8 |
| 營業收益 | (99.9) | (116.2) | 57.2 | (88.3) | (437.9) | | 348.1 | | (55.5) | (107.4) | |
| EBITDA | (86.6) | (102.7) | 19.8 | | 6.4 | | 87.8 | 120.9 | (48.5) | (80.2) | 147.5 |
| 稅前純益 | (87.5) | (95.8) | (16.2) | | (56.3) | 481.9 | 38.2 | 273.6 | (49.1) | (76.9) | 96.1 |
| 稅後純益 | (85.9) | (94.2) | (23.6) | | (62.3) | 333.2 | 31.8 | 381.0 | (49.3) | (75.4) | 84.9 |

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 資產總額 | 479,280 | 543,679 | 511,254 | 513,928 | 514,010 |
| 流動資產 | 165,636 | 189,262 | 160,820 | 154,828 | 144,024 |
| 現金及短期投資 | 124,745 | 132,311 | 114,411 | 114,619 | 112,591 |
| 存貨 | 16,681 | 24,526 | 22,412 | 23,016 | 23,016 |
| 應收帳款及票據 | 15,960 | 25,604 | 15,853 | 13,334 | 13,334 |
| 其他流動資產 | 8,249 | 6,821 | 8,144 | 3,858 | (4,917) |
| 非流動資產 | 313,645 | 354,417 | 350,434 | 359,100 | 369,986 |
| 長期投資 | 212,627 | 243,536 | 229,040 | 234,757 | 244,587 |
| 固定資產 | 86,786 | 97,343 | 107,315 | 109,050 | 111,050 |
| 什項資產 | 14,232 | 13,538 | 14,079 | 15,294 | 14,348 |
| 負債總額 | 146,744 | 140,489 | 153,570 | 166,215 | 156,215 |
| 流動負債 | 68,255 | 74,541 | 95,863 | 96,302 | 86,302 |
| 應付帳款及票據 | 13,115 | 15,971 | 11,774 | 8,706 | 8,706 |
| 短期借款 | 37,252 | 15,980 | 59,386 | 67,387 | 57,387 |
| 什項負債 | 17,888 | 42,590 | 24,703 | 20,208 | 20,208 |
| 長期負債 | 78,489 | 65,947 | 57,706 | 69,913 | 69,913 |
| 長期借款 | 53,978 | 40,301 | 33,712 | 45,704 | 45,704 |
| 其他負債及準備 | 24,389 | 25,523 | 23,387 | 24,209 | 24,209 |
| 股東權益總額 | 332,536 | 403,190 | 357,685 | 347,713 | 357,794 |
| 普通股 | 63,657 | 63,657 | 63,657 | 63,657 | 63,657 |
| 保留盈餘 | 55,559 | 107,126 | 72,838 | 75,366 | 79,719 |
| 少數股東權益 | - | - | - | - | - |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|------------------------------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | (10.6%) | 47.2% | (8.0%) | (21.3%) | 9.8% |
| 營業收益增長 | (15.3%) | 251.9% | (55.5%) | (107.4%) | |
| EBITDA | (9.0%) | 172.9% | (48.5%) | (80.2%) | 147.5% |
| 稅後純益 | (46.3%) | 256.1% | (49.3%) | (75.4%) | 84.9% |
| 每股盈餘成長率 | (46.3%) | 256.1% | (49.3%) | (75.4%) | 84.9% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 15.6% | 27.8% | 16.9% | 6.0% | 9.8% |
| 營業利益率 | 9.2% | 22.0% | 10.6% | (1.0%) | 3.8% |
| EBITDA Margin | 13.5% | 25.0% | 14.0% | 3.5% | 7.9% |
| 稅後純益率 | 10.8% | 26.1% | 14.4% | 4.5% | 7.6% |
| 平均資產報酬率 | 4.1% | 14.0% | 6.9% | 1.7% | 3.2% |
| 股東權益報酬率 | 5.9% | 19.4% | 9.5% | 2.5% | 4.7% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 27.4% | 14.0% | 26.0% | 32.5% | 28.8% |
| 淨負債比率 | 23.2% | 10.6% | 21.2% | 27.1% | 24.1% |
| 利息保障倍數 (x) | 21.0 | 109.7 | 43.2 | 6.9 | 17.5 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.4 | 0.8 | 0.4 | 0.1 | 0.2 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 26.1 | 73.2 | 54.8 | 11.0 | 20.3 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 0.8 | 3.5 | 0.9 | 0.3 | 0.4 |
| 流動比率 (x) | 2.4 | 2.5 | 1.7 | 1.6 | 1.7 |
| 速動比率 (x) | 2.2 | 2.2 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | 77,085 | 42,566 | 75,987 | 94,097 | 86,125 |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 3.15 | 11.21 | 5.68 | 1.40 | 2.58 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 4.94 | 9.09 | 8.92 | 2.93 | 3.82 |
| 每股淨值 (NT\$) | 52.24 | 63.34 | 56.19 | 54.62 | 56.21 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 52.24 | 63.34 | 56.19 | 54.62 | 56.21 |
| 每股營收 (NT\$) | 29.19 | 42.98 | 39.53 | 31.13 | 34.17 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 3.94 | 10.76 | 5.54 | 1.10 | 2.71 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 2.40 | 8.20 | 4.20 | 1.00 | 1.90 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 0.38 | 0.53 | 0.48 | 0.39 | 0.42 |
| 應收帳款周轉天數 | 31.4 | 34.2 | 23.0 | 24.6 | 22.4 |
| 存貨周轉天數 | 38.9 | 45.3 | 39.1 | 45.1 | 42.9 |
| 應付帳款周轉天數 | 30.6 | 29.5 | 20.6 | 17.1 | 16.2 |
| 現金轉換周轉天數 | 39.8 | 50.0 | 41.6 | 52.6 | 49.1 |

資料來源：公司資料，凱基

損益表

| NT\$百萬 | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 營業收入 | 185,813 | 273,598 | 251,647 | 198,135 | 217,505 |
| 營業成本 | (156,759) | (197,437) | (209,089) | (186,208) | (196,295) |
| 營業毛利 | 29,054 | 76,161 | 42,559 | 11,927 | 21,210 |
| 營業費用 | (11,955) | (15,997) | (15,760) | (13,900) | (12,900) |
| 營業利益 | 17,099 | 60,164 | 26,799 | (1,973) | 8,310 |
| 總營業外收入 | 9,122 | 26,845 | 14,782 | 13,779 | 12,706 |
| 利息收入 | 374 | 236 | 380 | 550 | 400 |
| 投資利益淨額 | 8,571 | 26,453 | 14,203 | 11,935 | 12,106 |
| 其他營業外收入 | 177 | 156 | 199 | 1,295 | 200 |
| 總營業外費用 | (2,055) | (1,052) | 2,213 | (1,700) | (1,200) |
| 利息費用 | (1,207) | (790) | (1,037) | (1,700) | (1,200) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | (848) | (262) | 3,250 | - | - |
| 稅前純益 | 24,167 | 85,957 | 43,794 | 10,107 | 19,816 |
| 所得稅費用[利益] | (4,130) | (14,602) | (7,652) | (1,213) | (3,369) |
| 少數股東損益 | - | - | - | - | - |
| 非常項目 | - | 0 | 0 | - | - |
| 稅後淨利 | 20,036 | 71,355 | 36,143 | 8,894 | 16,448 |
| EBITDA | 25,101 | 68,508 | 35,255 | 6,973 | 17,255 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 3.15 | 11.21 | 5.68 | 1.40 | 2.58 |

現金流量

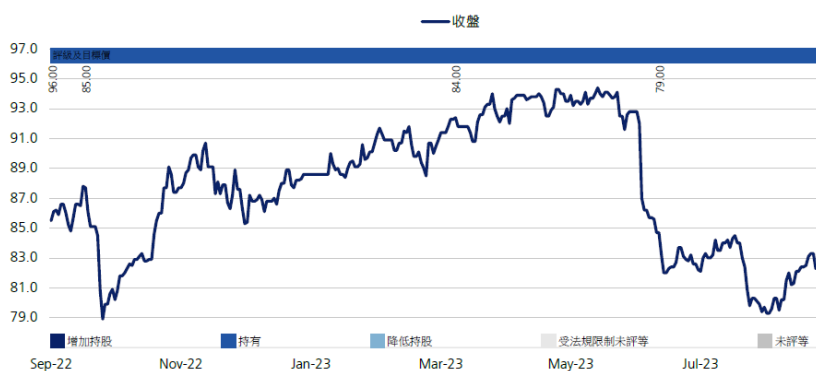
| NT\$百萬 | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營運活動之現金流量 | 31,444 | 57,859 | 56,802 | 18,621 | 24,337 |
| 本期純益 | 20,036 | 71,355 | 36,143 | 8,894 | 16,448 |
| 折舊及攤提 | 8,002 | 8,344 | 8,456 | 8,945 | 8,945 |
| 本期運用資金變動 | 1,026 | (14,941) | 7,669 | 19,008 | 3,046 |
| 其他營業資產及負債變動 | 2,381 | (6,899) | 4,534 | (18,226) | (4,101) |
| 投資活動之現金流量 | (3,916) | (21,821) | (18,321) | (10,000) | (10,000) |
| 投資用短期投資出售[新購] | 13 | (91) | 2,427 | - | - |
| 本期長期投資變動 | (625) | (1,344) | (1,000) | 2,616 | 1,138 |
| 資本支出淨額 | (8,883) | (18,197) | (14,775) | (10,000) | (10,000) |
| 其他資產變動 | 5,580 | (2,189) | (4,972) | (2,616) | (1,138) |
| 自由現金流 | 13,530 | 24,114 | 22,521 | 15,272 | 7,943 |
| 融資活動之現金流量 | (32,568) | (35,986) | (30,405) | (6,736) | (16,366) |
| 短期借款變動 | (11,713) | (11,003) | 6,684 | 10,000 | (10,000) |
| 長期借款變動 | 5,294 | 5,236 | (2,150) | (1,854) | - |
| 現金增資 | - | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (28,012) | (15,282) | (52,173) | (26,736) | (6,366) |
| 其他融資現金流 | 1,863 | (14,938) | 17,234 | 11,854 | - |
| 匯率影響數 | 1,019 | (482) | (4,681) | - | - |
| 本期產生現金流量 | (4,021) | (430) | 3,395 | 1,885 | (2,029) |

投資回報率

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | | | | | |
| - 銷管費用/營業收入 | 6.4% | 5.8% | 6.3% | 7.0% | 5.9% |
| = 營業利益率 | 9.2% | 22.0% | 10.6% | (1.0%) | 3.8% |
| 1 / (營業運用資金/營業收入 | 0.1 | (0.0) | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| + 淨固定資產/營業收入 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.5 |
| + 什項資產/營業收入) | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 |
| = 資本周轉率 | 1.7 | 2.6 | 2.0 | 1.5 | 1.7 |
| 營業利益率 | 9.2% | 22.0% | 10.6% | (1.0%) | 3.8% |
| x 資本周轉率 | 1.7 | 2.6 | 2.0 | 1.5 | 1.7 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 82.9% | 83.0% | 82.5% | 88.0% | 83.0% |
| = 稅後 ROIC | 13.3% | 47.3% | 17.3% | (1.3%) | 5.4% |

資料來源：公司資料，凱基

台塑 – 以往評級及目標價



資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。