

## 1305.TT 華夏

## 供需未見轉緊跡象

## 公司簡介

華夏於 1964 年成立，目前資本額 58.11 億，屬台聚(1304)集團關係企業，為乙烯法 PVC 製造商，年產能 45 萬噸，生產基地位於高雄林園及苗栗頭份，原料乙烯主要由中油供應、EDC 主要自美國進口，公司另設有 PVC 製品加工廠。1Q23 營收依產品別：PVC/VCM 73%、PVC 製品 20%、鹼氯 7%。

## 投資評等/區間價位

## 重點摘要

區間操作 23.5~27

【大盤指數/股價】16102 / 23.95

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	581
市值(百萬元)	13,916
3M 平均日成交值(百萬元)	54
外資持股率(%)	10.60
投信持股率(%)	0.00
董監持股率(%)	33.13

## 環境、社會與治理(ESG)



## 1Q23 轉虧為盈，然獲利低於預期

華夏 1Q23 營收 37.8 億元(QoQ+7.79%、YoY-28.77%)，稅後淨利 2.32 億元(QoQ 虧轉盈、YoY-48.46%)，EPS 0.4 元，表現不如我們預期。

PVC 價格自 12/2022 起反彈，反映：1)亞洲第二大需求國印度在 4Q22 起回補庫存；2)中國解封後下游 PVC 加工廠預期需求將回溫，先行回補 PVC 原料，推動 PVC 上漲至 02/2023。然隨著中國需求不如預期，加上時序進入 2Q23 中東齋戒月、印度雨季等淡季因素，以致 PVC 提早在 03/2023 起轉跌，而相對國際油價仍處相對高檔，支撐乙烯價格自 4 月起才回落。而 PVC 均價 1Q23 雖仍季增 11.5%至約 US\$885/MT，使華夏該季營收呈現季增、獲利虧轉盈，然由於反彈行情提早結束，以致獲利低於我們預期。

## 2Q23 需求未見好轉，利差顯著下滑

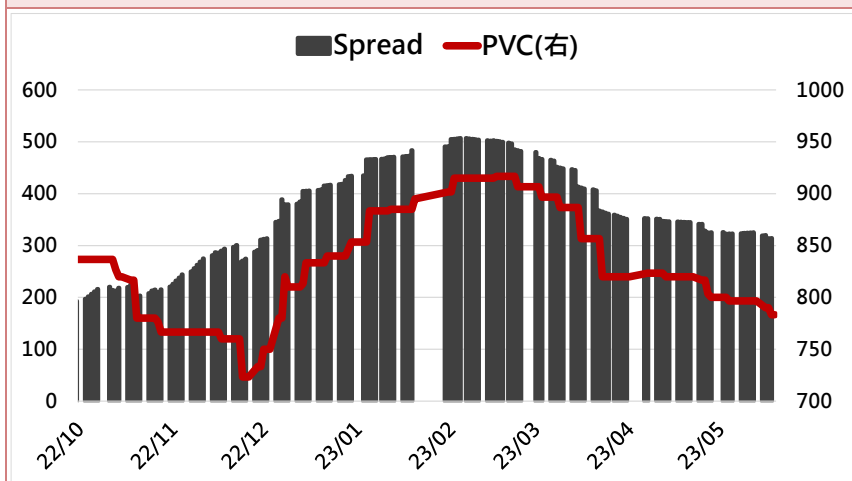
2Q23 以來，中國需求仍舊疲軟，加上時序進入亞洲需求淡季，以致 PVC 下游管材、型材加工廠自 4 月起降載，而相對 PVC 業者庫存仍處偏高水平，使中國電石、乙烯法 PVC 業者同步降低開工率，拖累 PVC 價格快速下跌。考量 PVC 跌勢大於原料乙烯、EDC，以致 2Q23 PVC 利差將大幅收窄，我們預估華夏 2Q23 營收 34.85 億元(QoQ-7.82%、YoY-28%)，稅後淨利 0.52 億元(QoQ-77.69%、YoY 虧轉盈)，EPS 0.09 元。

## 供需未見轉緊跡象，建議「區間操作」，區間價位 23.5-27 元

展望 2023 年，中國 PVC 新增產能雖僅有乙烯法、總計 60 萬噸(YoY+2%)，但考量：1)印度雨季將延續至 3Q23 底；2)中國於年初開放進口煤，且今年以來澳洲煤價已跌近 6 成，間接降低電石成本，可能推升電石法業者升載；3)原油價格仍處相對高檔，支撐乙烯價格難快速下跌；我們認為 PVC 價格、利差難在 2Q~3Q23 顯著回升。綜合以上，我們下修華夏 2023 年營收至 146.57 億元(YoY-16.9%)，稅後淨利至 7.31 億元(YoY 虧轉盈)，EPS 1.26 元，考量短期動能疲弱，以過去三年歷史 PBR 1~2.5 倍中緣進行評價，維持「區間操作」評等，區間價位 23.5~27 元(2023F BVPS \* 1.4 X 1.7 PBR)。

圖 1：PVC 價格、利差回升行情提早於 3 月結束

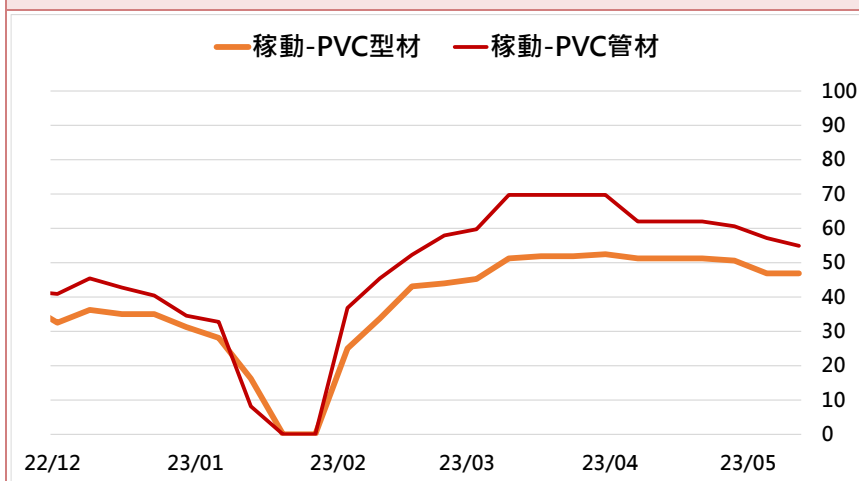
單位：US\$/MT



資料來源：隆眾

圖 2：終端需求弱於預期，使下游在 4 月起降載

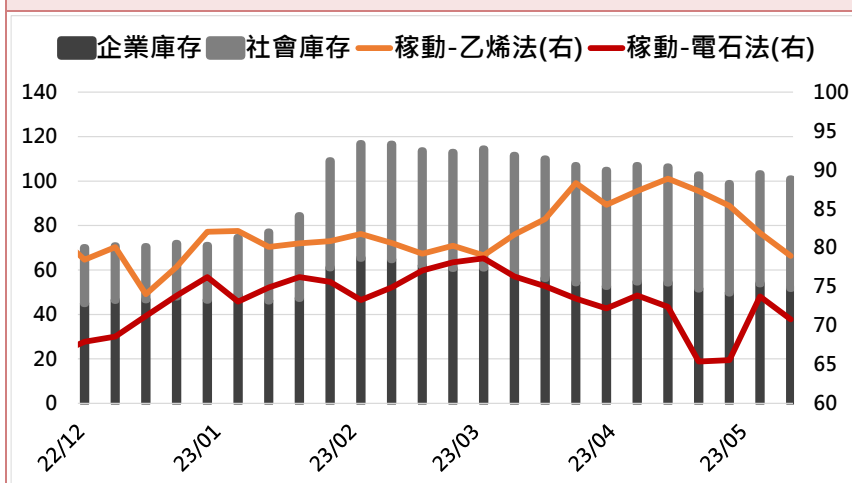
單位：%



資料來源：隆眾

圖 3：下游降載後，PVC 業者因高庫存而同步降低開工率

單位：噸、%



資料來源：隆眾

表 1：1Q23 財報反映需求弱於預期

1Q23財報					
	預估(億)	實際(億)	差異(%)	QoQ(%)	YoY(%)
營業收入	39.41	37.80	-4.08	7.79	-28.77
營業毛利	8.47	7.00	-17.42	167.37	-6.81
營業利益	4.70	3.78	-19.71	虧轉盈	55.93
母公司淨利	4.11	2.32	-43.42	虧轉盈	-48.46
調整EPS(元)	0.71	0.40	-43.41	虧轉盈	-48.72
營業毛利率	21.50%	18.51%	-2.99pp	+11.05pp	+4.36pp
營業利益率	11.93%	9.99%	-1.94pp	+12.09pp	+5.43pp
稅後淨利率	10.42%	6.15%	-4.27pp	+7.64pp	-2.35pp

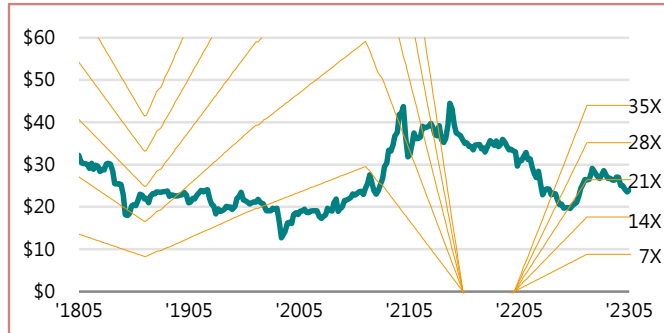
資料來源：公司、國票投顧預估

表 2：考量供需未見轉緊跡象，大幅下修 23 年財務預估

2023年財務預估				
	調整前(億)	調整後(億)	差異(%)	YoY(%)
營業收入	156.86	146.57	-6.56	-16.90
營業毛利	34.46	23.71	-31.21	249.57
營業利益	19.67	10.49	-46.64	虧轉盈
母公司淨利	16.80	7.31	-56.52	虧轉盈
EPS(元)	2.89	1.26	-56.51	虧轉盈
營業毛利率	21.97%	16.17%	-5.80pp	+12.33pp
營業利益率	12.54%	7.16%	-5.38pp	+12.74pp
稅後淨利率	10.71%	4.98%	-5.73pp	+7.08pp

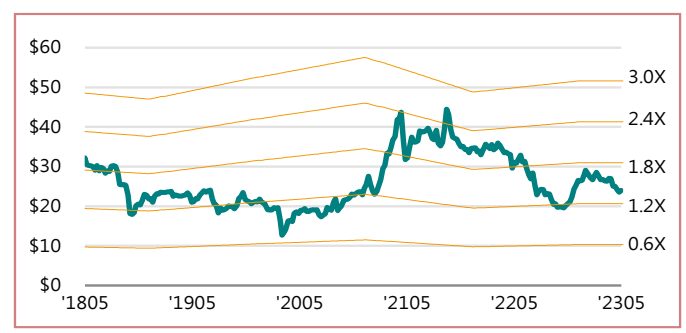
資料來源：國票投顧預估

華夏未來 12 個月 P/E 區間



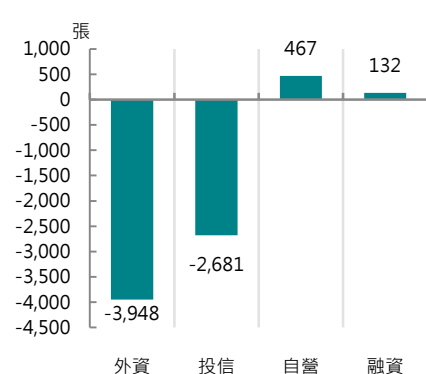
資料來源：國票投顧

華夏未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
聯聚國際投資(股)林漢福	24.97
亞洲聚合(股)	8.07
富邦人壽保險(股)蔡明興	3.57
台灣人壽保險(股)黃思國	2.50
台達化學工業(股)吳亦圭	1.98
摩根梵市場股	1.01
大通先進星光	0.99
彰化商業銀行(股)凌忠嫻	0.96
新制勞退基金	0.54
華運倉儲實業(股)張鴻江	0.51

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
李良賢	獨立董事	0
李祖德	獨立董事	0
徐承義	獨立董事	0
鄭瑛彬	獨立董事	0
台聚投資(股)吳洪鐸	董事	0.09
吳亦圭	法人代表(董事長)	0
吳洪鐸	法人代表(董事)	0
吳培基	法人代表(董事)	0

資料來源：TEJ

1305 華夏 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q2

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	3	8	<a href="https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p...">https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p...</a>

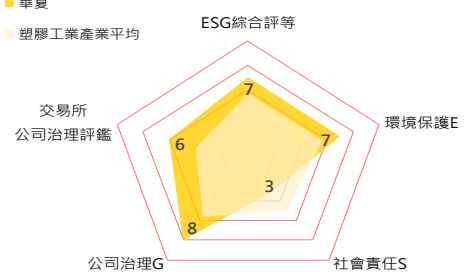
產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
塑膠工業	25	5	否	

資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高

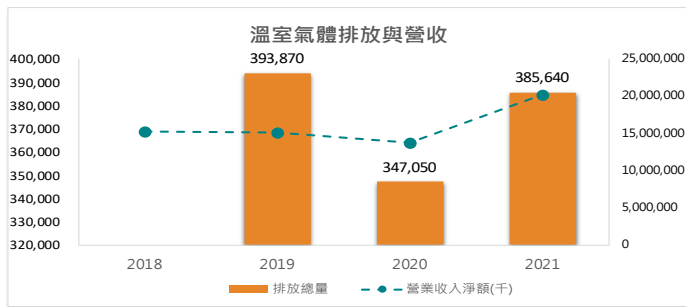
■ 華夏

■ 塑膠工業產業平均



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加11.12%，營收增加47.25%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	385,640	158,310	227,330
2020	347,050	149,120	197,930
2019	393,870	164,390	229,480
2018	未揭露	-	-

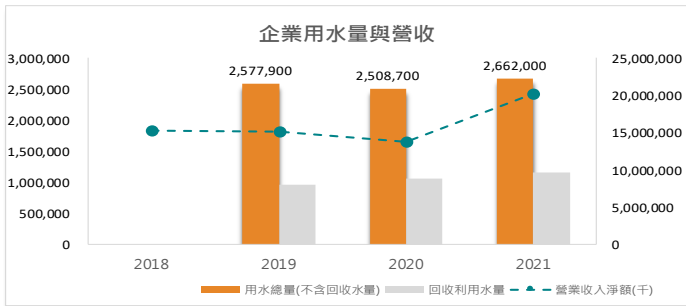
\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量增加6.11%，營收增加47.25%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	2,662,000	1,151,900	96,600
2020	2,508,700	1,066,600	1,148,700
2019	2,577,900	961,900	1,522,600
2018	未揭露	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

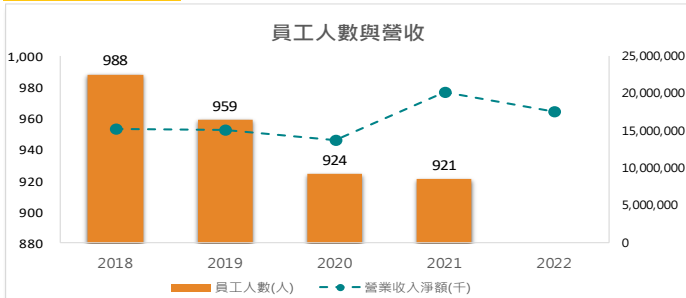
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

\*排水量：排放的污水總量

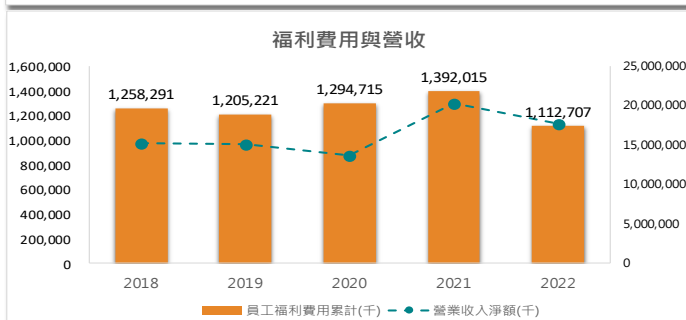
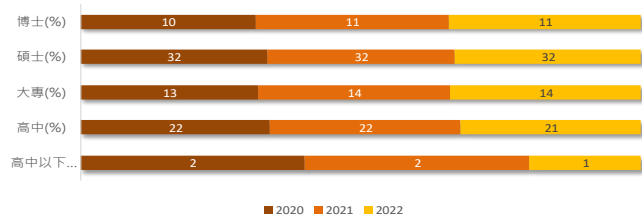
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	6%至20%	A	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	前5%	A+	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	前5%	A+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



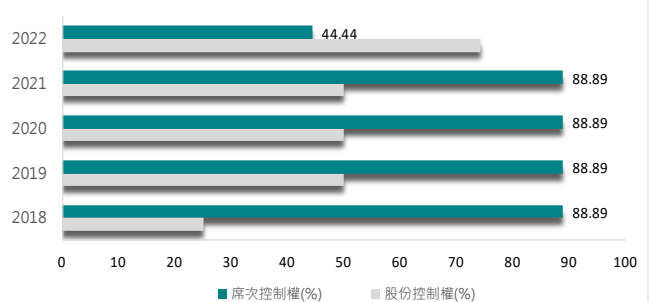
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	★
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2022/10/20	違反法條： 職業安全衛生設施規則第57條第1項、第78條。職業安全衛生法第6條第1項	違反內容： 所設滾軋機，有導致捲夾危害勞工之虞，未設置護圍、導輪等設備，且對滾軋機上壓花輪異物清理作業，勞工有捲夾危害之虞，未確實停止相關機械運轉。
2022/8/6	違反法條： 事業廢棄物貯存清除處理方法及設施標準第10條第1項第1款、事業廢棄物貯存清除處理方法及設施標準第6條第1項第4款、廢棄物清理法第31條第1項第1款、廢棄物清理法第36條第1項	違反內容： 貴公司頭份廠(管制編號：K7200933)從事化學材料製造業，本局於111年8月3日至該廠稽查，經查有下列違法事項：(一)員工宿舍前方貯存非有害油泥D-0903約38個太空包(桶)，惟非屬事業廢棄物清理計畫書核准之貯存區域。(二)前項非有害油泥D-0903貯存區未於明顯處以中文標示廢棄物名稱、未有防止地面水、雨水流入、滲透之設備或措施。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
舉例，去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22	FY23F
營業收入	5,307	4,840	3,984	3,507	3,780	3,485	3,598	3,794	20,222	17,637	14,657
營業毛利	751	249	(584)	262	700	382	539	750	5,040	678	2,371
營業費用	509	429	390	335	322	305	336	358	1,723	1,663	1,321
營業利益	242	(180)	(973)	(74)	378	77	203	392	3,317	(984)	1,049
稅前淨利	564	(110)	(888)	(83)	360	88	211	400	3,307	(517)	1,058
本期淨利(NI)	499	(87)	(712)	(37)	254	70	168	318	2,631	(338)	810
淨利歸屬於_母公司業主	451	(88)	(681)	(52)	232	52	148	299	2,469	(370)	731
淨利歸屬於_非控制利益	48	1	(32)	15	22	18	20	19	163	33	79
每股盈餘_本期淨利	0.78	(0.15)	(1.17)	(0.09)	0.40	0.09	0.25	0.51	4.25	(0.64)	1.26
QoQ(%)											
營收淨額	3.62	-8.81	-17.68	-11.97	7.79	-7.82	3.26	5.44			
銷貨毛利	-37.65	-66.80	盈轉虧	虧轉盈	167.37	-45.37	40.98	39.11			
營業利益	-69.07	盈轉虧	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	-79.62	163.65	93.08			
稅後純益_母公司淨利	-24.93	盈轉虧	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	-77.69	184.68	102.48			
YoY(%)											
營收淨額	6.60	5.76	-28.16	-31.53	-28.77	-28.00	-9.68	8.19	47.25	-12.78	-16.90
銷貨毛利	-52.98	-78.98	盈轉虧	-78.27	-6.81	53.32	虧轉盈	186.45	50.04	-86.55	249.57
營業利益	-78.07	盈轉虧	盈轉虧	盈轉虧	55.93	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	54.71	盈轉虧	虧轉盈
稅後純益_母公司淨利	-45.47	盈轉虧	盈轉虧	盈轉虧	-48.46	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	51.06	盈轉虧	虧轉盈
各項比率											
營業毛利率	14.15	5.15	(14.65)	7.46	18.51	10.97	14.98	19.76	24.93	3.84	16.17
營業利益率	4.56	(3.71)	(24.43)	(2.10)	9.99	2.21	5.64	10.33	16.40	(5.58)	7.16
稅前淨利率	10.63	(2.28)	(22.28)	(2.37)	9.51	2.53	5.86	10.53	16.35	(2.93)	7.22
稅後淨利率	8.49	(1.82)	(17.09)	(1.49)	6.15	1.49	4.10	7.88	12.21	(2.10)	4.98

資料來源：TEJ、國票投顧

## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	61

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%·且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12% 以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣·可偏多操作；股價若偏區間價位上緣·宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金控控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。