

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

## 台聚

(1304.TW/1304 TT)

## 增加持股 · 調升

收盤價 June 30 (NT\$)	23.10
12 個月目標價 (NT\$)	30.00
前次目標價 (NT\$)	22.00
調升 (%)	36.4
上漲空間 (%)	29.9

## 焦點內容

考量太陽能需求回溫，我們認為 EVA 價格將自 7 月起反轉上漲。建議投資人布局該股。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	27.46 / 889
流通在外股數 (百萬股)：	1,189
外資持有股數 (百萬股)：	412.7
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.05
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	19.15 - 27.05

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-12.7	4.5	-6.7
相對表現 (%)	-19.4	-15.1	-20.8

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.50A	0.33A	0.16A	0.46A
2023	(0.09)A	0.04F	0.05F	0.52F
2024	0.43F	0.67F	0.78F	0.68F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

## 凱基投顧

許家源  
886 2 2181 8707  
tom.hsu@kgi.com

黃柏瑞  
886.2.2181.8706  
Barry.Huang@kgi.com  
重要免責聲明，詳見最終頁

## EVA 需求露出曙光

## 重要訊息

考量太陽能需求回溫，我們認為 EVA 價格將自 7 月起反轉上漲。

## 評論及分析

去庫存已完成，太陽能級 EVA 需求露出曙光。我們預估 EVA 價格將自 2Q23 的 US\$1,803/mt 上漲至 3Q23 的 US\$1,900/mt，反轉時間落於 7 月，主要係考量：(1) 多晶硅價格已顯著下跌，加上原料庫存已去化至低水準，推動模組及膠膜業者預計自 7 月起升載，其中，膠膜業者已擴大 EVA 採購量約 5%；(2) 我們預估鞋類品牌去庫存將在 3Q-4Q23 完成；(3) 中國 EVA 工廠已在 2Q23 大幅降載；(4) EVA 將進入產能投放空窗期、延續至 2H24。

**EVA 帶動核心及轉投資收益。**我們將台聚 2023 年 EPS 下修至 0.52 元，反應 2Q23 EVA、PVC，處於去庫存拖累台聚、亞聚(1308 TT, NT\$26.5, 未評等)及華夏(1305 TT, NT\$23.4, 增加持股)獲利。我們將台聚 2024 年 EPS 預估上修至 2.56 元，主要係考量：(1) 2H23-2024 年 EVA 上升循環啟動，將帶動台聚、亞聚及古雷石化(中)獲利。(2) 我們預估 2023-24 年古雷石化對台聚的每股損益貢獻將達-1.39 元、-0.30 元，較 2022 年的-2.44 元大幅改善，反映古雷石化的 EVA 工廠產能相當於裂解廠乙烯產能的 31%，在 5 月投產後，帶動裂解廠稼動自 1Q23 的 75-85%回升 80-90%，並減少乙烯現貨外售量。

## 投資建議

反映 EVA 需求成長將推動台聚在 2H23-2024 年重啟獲利復甦，我們上修目標價至 30 元，相當於 2024 年預估每股淨值 25 元的 1.2 倍(自 2023 年預估每股淨值 24 元的 0.9 倍)，調升投資評等至「增加持股」。建議投資人布局該股。

## 投資風險

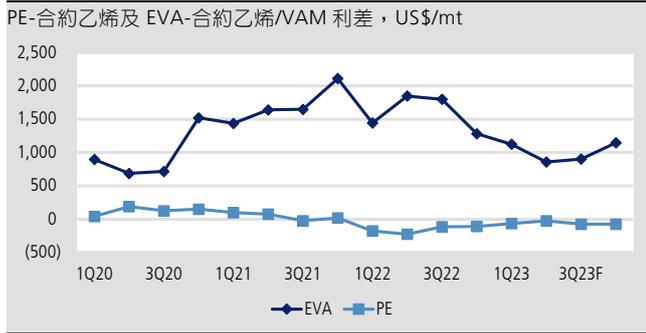
原油價格暴跌、原物料需求弱於預期。

## 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)	50,201	71,756	66,437	53,997	61,620
營業毛利 (NT\$百萬)	10,480	17,754	10,940	7,935	10,336
營業利益 (NT\$百萬)	6,896	12,883	5,736	3,695	6,176
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,410	5,191	1,555	557	2,743
每股盈餘 (NT\$)	2.25	4.84	1.45	0.52	2.56
每股現金股利 (NT\$)	1.00	2.20	0.70	0.20	1.20
每股盈餘成長率 (%)	88.1	115.4	(70.0)	(64.2)	392.4
本益比 (x)	10.3	4.8	15.9	44.5	9.0
股價淨值比 (x)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	4.0	2.5	4.6	6.5	4.5
淨負債比率 (%)	17.1	10.6	7.0	3.7	Net cash
殖利率 (%)	4.3	9.5	3.0	0.9	5.2
股東權益報酬率 (%)	12.2	22.4	6.2	2.3	10.7

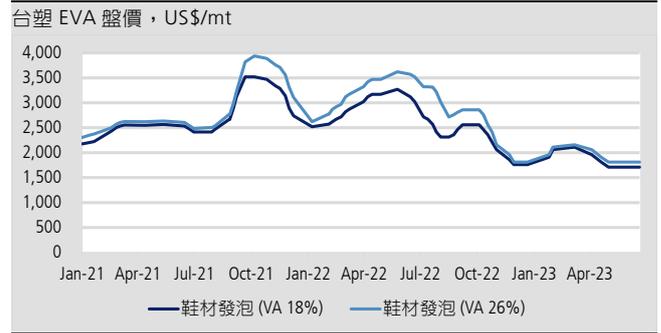
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: EVA 利差將在 3Q23 擴大



資料來源：隆衆資訊：凱基

圖 2: EVA 價格在 2Q23 處跌勢，3Q23 將反轉上漲



資料來源：隆衆資訊：凱基

圖 3：部門獲利預估

(百萬元)	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
台聚	224	342	268	556	348	534	720	534	3,522	3,469	1,390	2,136
亞聚	253	324	260	461	349	436	523	436	3,319	2,947	1,298	1,744
華夏	378	2	300	320	420	467	467	451	3,317	(984)	999	1,805
台達化	(113)	(116)	(100)	(3)	13	13	13	13	2,247	225	(332)	50
越峰	(79)	10	10	99	35	35	35	35	155	47	40	140
其他	75	75	75	75	75	75	75	75	322	32	300	300
營業利益合計	738	637	812	1,507	1,239	1,560	1,833	1,544	12,883	5,736	3,695	6,176
古雷石化轉投資收益	(1,315)	(1,120)	(700)	(365)	(300)	(150)	(150)	(150)	(728)	(6,155)	(3,500)	(750)
亞聚	(16)	39	167	219	165	230	328	230	1,944	908	409	953
華夏	149	7	155	186	206	230	233	222	1,587	(238)	498	891
台達化	(45)	(45)	(32)	10	17	17	22	17	1,151	256	(111)	75
越峰	(15)	1	1	18	8	8	8	8	15	4	5	30
恆凱環球	(364)	(310)	(194)	(102)	(83)	(42)	(42)	(42)	(207)	(1,704)	(970)	(208)
旭騰投資	(197)	(168)	(105)	(55)	(45)	(23)	(23)	(23)	(112)	(922)	(525)	(113)
其他	50	50	50	50	50	50	50	50	511	80	200	200
少數股東權益合計	(492)	(426)	42	381	318	472	576	463	4,888	(1,616)	(494)	1,829
稅後淨利	(97)	46	54	554	462	719	838	725	5,191	1,555	557	2,743
EPS	(0.09)	0.04	0.05	0.52	0.43	0.67	0.78	0.68	4.84	1.45	0.52	2.56
DPS									2.20	0.70	0.20	1.20

資料來源：凱基

圖 4：2Q23 & 3Q23 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2Q23F							3Q23F						
	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	13,207	16,325	(19.1)	0.2	(26.0)	13,740	(3.9)	13,704	17,007	(19.4)	3.8	(16.1)	14,484	(5.4)
毛利	1,697	2,893	(41.3)	(3.0)	(44.0)	2,086	(18.7)	1,872	3,153	(40.6)	10.3	(4.6)	2,432	(23.0)
營業利益	637	1,753	(63.7)	(13.7)	(62.2)	1,069	(40.4)	812	2,013	(59.7)	27.5	22.5	1,377	(41.0)
稅前淨利	(318)	696	-	-	-	(44)	-	227	1,481	(84.7)	-	-	598	(62.0)
稅後淨利	46	383	(88.1)	-	(87.1)	109	(57.8)	54	652	(91.7)	18.2	(69.0)	295	(81.7)
每股盈餘 (元)	0.04	0.36	(88.1)	-	(87.1)	0.10	(57.8)	0.05	0.61	(91.7)	18.2	(69.0)	0.26	(81.7)
毛利率 (%)	12.8	17.7	(4.9)ppts	(0.4)ppts	(4.1)ppts	15.2	(2.3)ppts	13.7	18.5	(4.9)ppts	0.8 ppts	1.7 ppts	16.8	(3.1)ppts
營業率 (%)	4.8	10.7	(5.9)ppts	(0.8)ppts	(4.6)ppts	7.8	(3.0)ppts	5.9	11.8	(5.9)ppts	1.1 ppts	1.9 ppts	9.5	(3.6)ppts
淨利率 (%)	0.3	2.3	(2.0)ppts	1.1 ppts	(1.6)ppts	0.8	(0.4)ppts	0.4	3.8	(3.4)ppts	0.0 ppts	(0.7)ppts	2.0	(1.6)ppts

資料來源：凱基

圖 5：2023-24 年財務預估修正暨市場共識比較

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	53,997	62,881	(14.1)	(18.7)	55,798	(3.2)	61,620	65,241	(5.6)	14.1	56,569	8.9
毛利	7,935	10,762	(26.3)	(27.5)	8,783	(9.7)	10,336	8,649	19.5	30.3	10,352	(0.2)
營業利益	3,695	6,202	(40.4)	(35.6)	4,603	(19.7)	6,176	4,339	42.3	67.2	5,779	6.9
稅前獲利	591	3,372	(82.5)	(15.2)	758	(22.0)	5,776	5,659	2.1	877.7	3,656	58.0
稅後淨利	557	1,563	(64.4)	(64.2)	704	(20.9)	2,743	2,387	14.9	392.4	1,792	53.0
每股盈餘 (元)	0.52	1.46	(64.4)	(64.2)	0.55	(20.9)	2.56	2.23	14.9	392.4	1.51	53.0
毛利率 (%)	14.7	17.1	(2.4)ppts	(1.8)ppts	15.7	(1.0)ppts	16.8	13.3	3.5 ppts	2.1 ppts	18.3	(1.5)ppts
營益率 (%)	6.8	9.9	(3.0)ppts	(1.8)ppts	8.2	(1.4)ppts	10.0	6.7	3.4 ppts	3.2 ppts	10.2	(0.2)ppts
淨利率 (%)	1.0	2.5	(1.5)ppts	(1.3)ppts	1.3	(0.2)ppts	4.5	3.7	0.8 ppts	3.4 ppts	3.2	1.3 ppts

資料來源：凱基

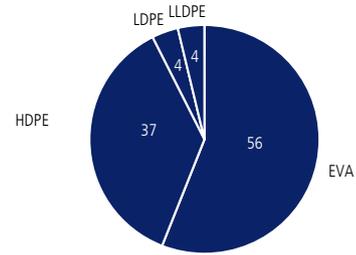
圖 6: 公司概況

台聚成立於 1965 年，為台聚集團中的 EVA-PE 製造商，並透過持股 37%的亞聚(1308 TT, NT\$26.5, 未評等)經營 EVA-PE 業務、透過持股 35%的華夏(1305 TT, NT\$23.4, 增加持股)經營 VCM-PVC 業務、透過持股 38%的台達化(1309 TT, NT\$20.2, 持有)經營 PS-ABS 業務、透過持股 45%的越峰(8121 TT, NT\$29.0, 未評等)經營電感類被動元件業務，並將以上公司皆列入合併財務報表。台聚持有古雷石化一貫化輕油裂解廠 23%股權。

資料來源：凱基

圖 7: EVA 及 HDPE 為台聚主要產品

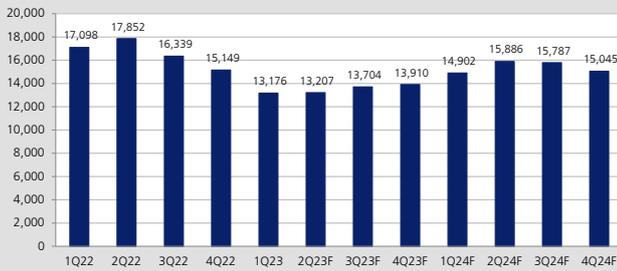
2020 年台聚個體產品營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 季營業收入

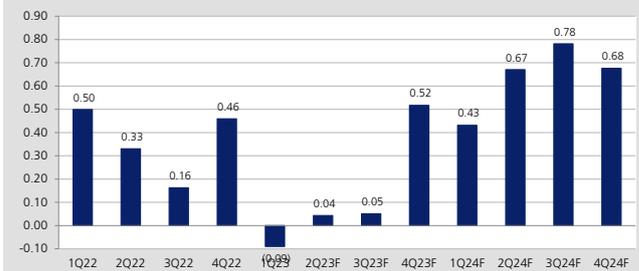
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 每股盈利

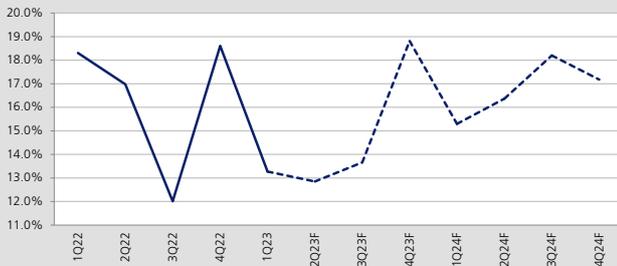
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 本益比

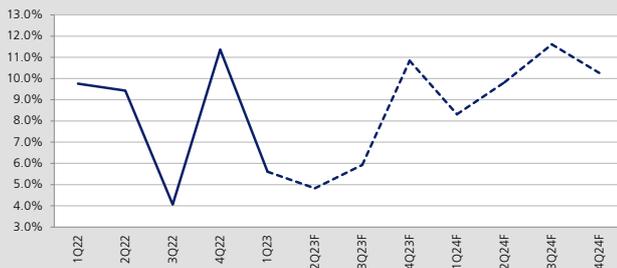
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 營業利潤率

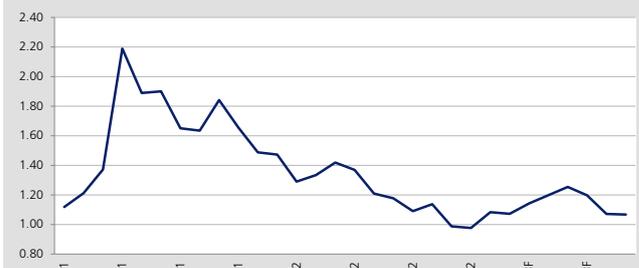
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	13,176	13,207	13,704	13,910	14,902	15,886	15,787	15,045	66,437	53,997	61,620
營業成本	(11,427)	(11,510)	(11,832)	(11,293)	(12,623)	(13,287)	(12,914)	(12,461)	(55,497)	(46,062)	(51,284)
營業毛利	1,749	1,697	1,872	2,617	2,279	2,600	2,873	2,584	10,940	7,935	10,336
營業費用	(1,010)	(1,060)	(1,060)	(1,110)	(1,040)	(1,040)	(1,040)	(1,040)	(5,204)	(4,240)	(4,160)
營業利益	738	637	812	1,507	1,239	1,560	1,833	1,544	5,736	3,695	6,176
折舊	(615)	(600)	(600)	(585)	(500)	(500)	(500)	(500)	(2,351)	(2,400)	(2,000)
攤提	(15)	(15)	(15)	(14)	(15)	(15)	(15)	(15)	(59)	(59)	(59)
EBITDA	1,368	1,252	1,427	2,107	1,754	2,075	2,348	2,059	8,146	6,154	8,235
利息收入	58	50	50	42	38	38	38	38	146	200	150
投資利益淨額	11	(995)	(625)	(1,641)	(250)	(100)	(100)	(100)	464	(3,250)	(550)
其他營業外收入	64	50	50	22	50	50	50	50	234	186	200
總營業外收入	133	(895)	(525)	(1,577)	(163)	(13)	(13)	(13)	844	(2,864)	(200)
利息費用	(64)	(60)	(60)	(56)	(50)	(50)	(50)	(50)	(215)	(240)	(200)
投資損失	(1,315)	-	-	1,315	-	-	-	-	(6,155)	-	-
其他營業外費用	(48)	-	-	48	-	-	-	-	487	-	-
總營業外費用	(1,428)	(60)	(60)	1,308	(50)	(50)	(50)	(50)	(5,883)	(240)	(200)
稅前純益	(556)	(318)	227	1,238	1,027	1,497	1,771	1,482	697	591	5,776
所得稅費用[利益]	(32)	(62)	(131)	(303)	(247)	(307)	(357)	(294)	(758)	(528)	(1,205)
少數股東損益	492	426	(42)	(381)	(318)	(472)	(576)	(463)	1,616	494	(1,829)
非常項目前稅後純益	(97)	46	54	554	462	719	838	725	1,555	557	2,743
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(97)	46	54	554	462	719	838	725	1,555	557	2,743
每股盈餘 (NT\$)	(0.09)	0.04	0.05	0.52	0.43	0.67	0.78	0.68	1.45	0.52	2.56
獲利率 (%)											
營業毛利率	13.3	12.8	13.7	18.8	15.3	16.4	18.2	17.2	16.5	14.7	16.8
營業利益率	5.6	4.8	5.9	10.8	8.3	9.8	11.6	10.3	8.6	6.8	10.0
EBITDA Margin	10.4	9.5	10.4	15.1	11.8	13.1	14.9	13.7	12.3	11.4	13.4
稅前純益率	(4.2)	(2.4)	1.7	8.9	6.9	9.4	11.2	9.8	1.0	1.1	9.4
稅後純益率	(0.7)	0.3	0.4	4.0	3.1	4.5	5.3	4.8	2.3	1.0	4.5
季成長率 (%)											
營業收入	(13.0)	0.2	3.8	1.5	7.1	6.6	(0.6)	(4.7)			
營業毛利	(38.0)	(3.0)	10.3	39.8	(12.9)	14.1	10.5	(10.1)			
營業收益增長	(57.1)	(13.7)	27.5	85.6	(17.8)	25.9	17.5	(15.8)			
EBITDA	(41.7)	(8.5)	14.0	47.7	(16.8)	18.3	13.2	(12.3)			
稅前純益	(2597.7)	(42.8)		444.7	(17.1)	45.9	18.2	(16.3)			
稅後純益	(119.6)		18.2	924.3	(16.6)	55.5	16.6	(13.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	(22.9)	(26.0)	(16.1)	(8.2)	13.1	20.3	15.2	8.2	(7.4)	(18.7)	14.1
營業毛利	(44.1)	(44.0)	(4.6)	(7.1)	30.3	53.2	53.5	(1.3)	(38.4)	(27.5)	30.3
營業收益	(55.7)	(62.2)	22.5	(12.4)	67.8	144.9	125.7	2.4	(55.5)	(35.6)	67.2
EBITDA	(39.4)	(45.0)	12.7	(10.1)	28.2	65.7	64.5	(2.3)	(46.5)	(24.5)	33.8
稅前純益	(156.3)	(177.7)		5457.4			679.1	19.7	(94.5)	(15.2)	877.7
稅後純益	(118.0)	(87.1)	(69.0)	12.5		1470.9	1449.3	30.9	(70.0)	(64.2)	392.4

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
<b>資產總額</b>	<b>77,325</b>	<b>84,825</b>	<b>77,742</b>	<b>77,353</b>	<b>81,709</b>
<b>流動資產</b>	<b>28,540</b>	<b>35,367</b>	<b>31,615</b>	<b>33,552</b>	<b>38,418</b>
現金及短期投資	15,662	16,603	14,760	17,075	21,415
存貨	4,296	7,600	7,200	7,486	7,486
應收帳款及票據	7,482	9,391	7,940	6,236	6,236
其他流動資產	1,099	1,773	1,716	2,755	3,280
<b>非流動資產</b>	<b>48,785</b>	<b>49,458</b>	<b>46,127</b>	<b>43,801</b>	<b>43,292</b>
長期投資	23,530	22,716	16,655	13,101	12,151
固定資產	23,257	24,471	25,520	25,651	26,151
什項資產	1,997	2,271	3,951	5,049	4,990
<b>負債總額</b>	<b>28,601</b>	<b>29,180</b>	<b>26,817</b>	<b>26,752</b>	<b>26,752</b>
<b>流動負債</b>	<b>12,704</b>	<b>15,550</b>	<b>10,776</b>	<b>9,926</b>	<b>9,926</b>
應付帳款及票據	3,407	3,529	3,349	3,023	3,023
短期借款	5,382	5,837	2,691	2,691	2,691
什項負債	3,915	6,184	4,736	4,212	4,212
<b>長期負債</b>	<b>15,897</b>	<b>13,631</b>	<b>16,041</b>	<b>16,826</b>	<b>16,826</b>
長期借款	12,585	10,443	12,358	12,359	12,359
其他負債及準備	2,928	2,800	2,420	4,467	4,467
<b>股東權益總額</b>	<b>48,724</b>	<b>55,645</b>	<b>50,925</b>	<b>50,600</b>	<b>54,957</b>
普通股本	11,888	11,888	11,888	11,888	11,888
保留盈餘	5,606	9,881	8,378	8,720	10,176
少數股東權益	27,733	30,183	26,429	26,269	28,097
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(9.8%)	42.9%	(7.4%)	(18.7%)	14.1%
營業收益增長	135.2%	86.8%	(55.5%)	(35.6%)	67.2%
EBITDA	79.0%	64.5%	(46.5%)	(24.5%)	33.8%
稅後純益	88.1%	115.4%	(70.0%)	(64.2%)	392.4%
每股盈餘成長率	88.1%	115.4%	(70.0%)	(64.2%)	392.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	20.9%	24.7%	16.5%	14.7%	16.8%
營業利益率	13.7%	18.0%	8.6%	6.8%	10.0%
EBITDA Margin	18.4%	21.2%	12.3%	11.4%	13.4%
稅後純益率	4.8%	7.2%	2.3%	1.0%	4.5%
平均資產報酬率	3.2%	6.4%	1.9%	0.7%	3.4%
股東權益報酬率	12.2%	22.4%	6.2%	2.3%	10.7%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	36.9%	29.3%	29.6%	29.7%	27.4%
淨負債比率	17.1%	10.6%	7.0%	3.7%	Net cash
利息保障倍數 (x)	33.1	77.3	4.2	3.5	29.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.7	0.1	0.1	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	48.8	53.5	45.3	20.5	35.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.9	1.5	3.4	1.7	2.4
流動比率 (x)	2.2	2.3	2.9	3.4	3.9
速動比率 (x)	1.9	1.8	2.3	2.6	3.1
淨負債 (NT\$百萬)	8,330	5,915	3,551	1,889	(2,452)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	2.25	4.84	1.45	0.52	2.56
每股現金盈餘 (NT\$)	10.09	8.33	9.09	4.58	6.58
每股淨值 (NT\$)	17.66	21.42	20.61	22.69	25.05
調整後每股淨值 (NT\$)	19.58	23.75	22.84	22.69	25.05
每股營收 (NT\$)	46.82	66.92	61.96	50.36	57.47
EBITDA/Share (NT\$)	8.63	14.19	7.60	5.74	7.68
每股現金股利 (NT\$)	1.00	2.20	0.70	0.20	1.20
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.67	0.89	0.82	0.70	0.77
應收帳款周轉天數	54.5	47.8	43.6	42.2	37.0
存貨周轉天數	39.6	51.4	47.4	59.3	53.4
應付帳款周轉天數	31.4	23.9	22.0	24.0	21.6
現金轉換周轉天數	62.7	75.3	68.9	77.5	68.9

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
<b>營業收入</b>	<b>50,201</b>	<b>71,756</b>	<b>66,437</b>	<b>53,997</b>	<b>61,620</b>
營業成本	(39,721)	(54,002)	(55,497)	(46,062)	(51,284)
<b>營業毛利</b>	<b>10,480</b>	<b>17,754</b>	<b>10,940</b>	<b>7,935</b>	<b>10,336</b>
營業費用	(3,584)	(4,871)	(5,204)	(4,240)	(4,160)
<b>營業利益</b>	<b>6,896</b>	<b>12,883</b>	<b>5,736</b>	<b>3,695</b>	<b>6,176</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>444</b>	<b>688</b>	<b>844</b>	<b>(2,864)</b>	<b>(200)</b>
利息收入	103	80	146	200	150
投資利益淨額	187	391	464	(3,250)	(550)
其他營業外收入	155	217	234	186	200
<b>總營業外費用</b>	<b>(222)</b>	<b>(818)</b>	<b>(5,883)</b>	<b>(240)</b>	<b>(200)</b>
利息費用	(222)	(167)	(215)	(240)	(200)
投資損失	(165)	(728)	(6,155)	-	-
其他營業外費用	165	77	487	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>7,119</b>	<b>12,752</b>	<b>697</b>	<b>591</b>	<b>5,776</b>
所得稅費用[利益]	(1,440)	(2,673)	(758)	(528)	(1,205)
少數股東損益	(3,273)	(4,888)	1,616	494	(1,829)
非常項目	4	(0)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>2,410</b>	<b>5,191</b>	<b>1,555</b>	<b>557</b>	<b>2,743</b>
<b>EBITDA</b>	<b>9,249</b>	<b>15,219</b>	<b>8,146</b>	<b>6,154</b>	<b>8,235</b>
每股盈餘 (NT\$)	2.25	4.84	1.45	0.52	2.56

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>10,816</b>	<b>8,933</b>	<b>9,750</b>	<b>4,913</b>	<b>7,055</b>
本期純益	2,410	5,191	1,555	557	2,743
折舊及攤提	2,353	2,336	2,410	2,459	2,059
本期運用資金變動	817	(5,120)	1,405	146	(1,597)
其他營業資產及負債變動	5,235	6,526	4,380	1,752	3,851
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(7,041)</b>	<b>(3,366)</b>	<b>(2,514)</b>	<b>(2,500)</b>	<b>(2,500)</b>
投資用短期投資出售[新購]	239	179	(13)	-	-
本期長期投資變動	(5,122)	-	(90)	55	200
資本支出淨額	(2,331)	(3,622)	(2,770)	(2,500)	(2,500)
其他資產變動	174	77	360	(55)	(200)
<b>自由現金流</b>	<b>6,267</b>	<b>3,712</b>	<b>482</b>	<b>441</b>	<b>2,790</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(1,879)</b>	<b>(4,750)</b>	<b>(6,757)</b>	<b>(751)</b>	<b>(214)</b>
短期借款變動	(1,533)	(228)	(98)	-	-
長期借款變動	(2,903)	(1,061)	(1,159)	1	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,113)	(2,903)	(5,420)	(832)	(214)
其他融資現金流	3,670	(557)	(80)	81	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(186)</b>	<b>(89)</b>	<b>654</b>	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>1,710</b>	<b>728</b>	<b>1,133</b>	<b>1,663</b>	<b>4,341</b>

**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	7.1%	6.8%	7.8%	7.9%	6.8%
<b>= 營業利益率</b>	<b>13.7%</b>	<b>18.0%</b>	<b>8.6%</b>	<b>6.8%</b>	<b>10.0%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.3	0.4	0.5	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>
營業利益率	13.7%	18.0%	8.6%	6.8%	10.0%
x 資本周轉率	1.7	2.1	1.9	1.4	1.5
x (1 - 有效現金稅率)	79.8%	79.0%	(8.8%)	10.7%	79.1%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>18.9%</b>	<b>29.9%</b>	<b>(1.4%)</b>	<b>1.0%</b>	<b>12.0%</b>

資料來源：公司資料，凱基

**台股 – 以往評級及目標價**


日期	評級	目標價	收盤價
2023-03-08	持有	22.00	24.95
2022-11-03	持有	18.00	20.30
2022-08-15	持有	21.00	23.65
2022-07-26	持有	22.00	25.15
2022-05-06	持有	26.00	27.05
2022-03-10	持有	26.00	28.50
2021-11-04	持有	34.00	34.00
2021-09-28	持有	34.00	41.20
2021-08-05	持有	31.00	33.70
2021-07-06	持有	31.00	39.60

資料來源：TEJ，凱基

**凱基證券集團據點**

**中國**    上海    上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室  
 郵政編號：200040

**台灣**    台北    104 台北市明水路 700 號  
 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691

**香港**    香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓  
 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800

**泰國**    曼谷    8th - 11th floors, Asia Centre Building  
 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand  
 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014

**新加坡**    珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈  
 郵政編號：068807  
 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826

**印尼**    Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia  
 電話 62 21 250 6337

**股價說明**

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

**免責聲明**

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。