

## 降低持股 · 維持

收盤價 July 10 (NT\$)	63.60
12 個月目標價 (NT\$)	57.00
前次目標價 (NT\$)	57.00
維持 (%)	0.0
下跌空間 (%)	10.4

### 焦點內容

台化公告自結 2Q23 EPS 達 0.29 元，低於凱基預估。建議投資人減碼該股

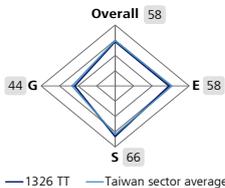
### 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	372.811,888		
流通在外股數 (百萬股)：	5,861		
外資持有股數 (百萬股)：	1,967		
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.20		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	63.60 -76.10		
<b>股價表現</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
絕對表現 (%)	-8.5	-12.3	-9.3
相對表現 (%)	-13.4	-24.8	-24.4

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.04A	1.08A	0.43A	(1.28)A
2023	(0.13)A	0.29F	0.08F	0.12F
2024	0.24F	0.85F	0.65F	0.51F

### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

### 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

# 台化

(1326.TW/1326 TT)



## 2Q23 獲利低於預期

### 重要訊息

台化公告自結 2Q23 EPS 達 0.29 元，低於凱基預估。

### 評論及分析

**2Q23 營業虧損擴大。**台化 2Q23 EPS 達 0.29 元，季由虧轉盈、年減 73%，低於凱基預估的 0.50 元及市場共識的 0.39 元，主因包括：(1) 營業虧損幅度擴大，劣於預期的收斂，主要係反映石油腦價格下跌下，化一部承受庫存跌價損失，加上 ARO#3 及 SM#3 工廠歲修；(2) 原油價格下跌下，台塑化(6505 TT, NT\$79.2, 持有)承受庫存損失，轉投資收益由盈轉虧，劣於預期。股利收入約當貢獻每股 0.76 元，符合預期。

**3Q23 谷底徘徊。**我們預估 3Q23 台化 EPS 達 0.08 元，季減 73%、年減 82%，低於市場共識的 0.73 元，主要係考量：(1) 營業虧損收斂：(a) 中國美國芳香烴的汽油摻配需求延續，支撐 PX-苯利差季持平；(b) 庫存損失收斂。(2) 庫存損失收斂下，台塑化轉投資收益季增。(3) 股利收入不再。

### 投資建議

我們維持「降低持股」評等及目標價 57 元，相當於 2024 年預估每股淨值 57 元的 1.0 倍。我們認為中國芳香烴衍生物擴產潮將持續壓抑台化產品利差及工廠稼動，建議投資人減碼該股，並靜待產業重整及需求復甦的契機。

### 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)	253,295	365,812	379,897	319,054	386,875
營業毛利 (NT\$百萬)	29,532	53,438	12,742	10,112	25,722
營業利益 (NT\$百萬)	15,324	34,433	(5,286)	(5,388)	9,722
稅後淨利 (NT\$百萬)	19,544	38,359	7,360	2,063	13,242
每股盈餘 (NT\$)	3.34	6.56	1.26	0.35	2.26
每股現金股利 (NT\$)	2.50	4.80	0.95	0.30	1.70
每股盈餘成長率 (%)	(34.4)	96.3	(80.8)	(72.0)	541.9
本益比 (x)	19.0	9.7	50.5	180.3	28.1
股價淨值比 (x)	1.1	1.0	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	9.7	5.8	25.5	27.0	12.4
淨負債比率 (%)	19.5	17.9	28.6	31.2	29.0
殖利率 (%)	3.9	7.5	1.5	0.5	2.7
股東權益報酬率 (%)	5.6	10.4	2.1	0.6	4.1

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 2Q23 部門獲利結果

百萬元	財報結果	2Q23			差異(%)
		QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	
營業利益	(3,145)	36	N.M.	(1,155)	172
營業外淨收益	4,721	303	(30)	4,893	(4)
轉投資收益	250	(82)	(93)	478	(48)
台塑化	(289)	N.M.	N.M.	40	N.M.
麥寮汽電	591	(10)	N.M.	499	19
其他	(53)	(84)	(54)	(61)	(13)
股利收入	4,444	102,778	55	4,390	1
匯兌損益	290	5,418	(31)	200	45
其他	(263)	10	N.M.	(175)	50

資料來源：凱基

圖 2: 2Q23 財報結果 &amp; 3Q23 財務預估暨市場共識比較

百萬元	2Q23						3Q23F							
	財報結果	凱基預估	差異 (%)	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	75,141	79,050	(4.9)	(9.5)	(30.3)	79,399	(5.4)	78,399	79,344	(1.2)	4.3	(13.6)	80,737	(2.9)
毛利	730	2,845	(74.3)	(48.1)	(89.1)	3,417	(78.6)	3,003	3,353	(10.4)	311.3	-	5,672	(47.1)
營業利益	(3,145)	(1,155)	-	-	-	318	-	(872)	(647)	-	-	-	1,754	-
稅前淨利	1,576	3,738	(57.8)	-	(81.6)	2,588	(39.1)	810	885	(8.4)	(48.6)	(52.3)	5,463	(85.2)
稅後淨利	1,682	2,922	(42.4)	-	(73.3)	1,740	(3.3)	451	515	(12.4)	(73.2)	(81.9)	4,285	(89.5)
每股盈餘(元)	0.29	0.50	(42.4)	-	(73.3)	0.39	(3.3)	0.08	0.09	(12.4)	(73.2)	(81.9)	0.73	(89.5)
毛利率 (%)	1.0	3.6	(2.6)ppts	(0.7)ppts	(5.2)ppts	4.3	(3.3)ppts	3.8	4.2	(0.4)ppts	2.9 ppts	5.9 ppts	7.0	(3.2)ppts
營益率 (%)	(4.2)	(1.5)	(2.7)ppts	(1.4)ppts	(5.9)ppts	0.4	(4.6)ppts	(1.1)	(0.8)	(0.3)ppts	3.1 ppts	5.7 ppts	2.2	(3.3)ppts
淨利率 (%)	2.2	3.7	(1.5)ppts	3.2 ppts	(3.6)ppts	2.2	0.0 ppts	0.6	0.6	(0.1)ppts	(1.7)ppts	(2.2)ppts	5.3	(4.7)ppts

資料來源：凱基

圖 3: 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	319,054	322,716	(1.1)	(16.0)	330,017	(3.3)	386,875	395,226	(2.1)	21.3	353,181	9.5
毛利	10,112	13,422	(24.7)	(20.6)	14,706	(31.2)	25,722	26,760	(3.9)	154.4	21,632	18.9
營業利益	(5,388)	(2,578)	-	1.9	(247)	-	9,722	10,760	(9.6)	(280.4)	6,114	59.0
稅前淨利	3,564	6,855	(48.0)	(62.8)	8,355	(57.3)	18,249	19,507	(6.4)	412.1	18,184	0.4
稅後淨利	2,063	4,959	(58.4)	(72.0)	6,541	(68.5)	13,242	14,295	(7.4)	541.9	14,088	(6.0)
每股盈餘(元)	0.35	0.85	(58.4)	(72.0)	1.53	(68.5)	2.26	2.44	(7.4)	541.9	2.47	(6.0)
毛利率 (%)	3.2	4.2	(1.0)ppts	(0.2)ppts	4.5	(1.3)ppts	6.6	6.8	(0.1)ppts	3.5 ppts	6.1	0.5 ppts
營益率 (%)	(1.7)	(0.8)	(0.9)ppts	(0.3)ppts	(0.1)	(1.6)ppts	2.5	2.7	(0.2)ppts	4.2 ppts	1.7	0.8 ppts
淨利率 (%)	0.6	1.5	(0.9)ppts	(1.3)ppts	2.0	(1.3)ppts	3.4	3.6	(0.2)ppts	2.8 ppts	4.0	(0.6)ppts

資料來源：凱基

圖 4: 部門獲利預估

(百萬元)	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
化一部(苯, PX, OX, 萃餘油)	493	625	887	406	571	1,729	1,187	1,079	2,618	417	2,411	4,567
化二部(SM, 酚, 丙酮)	(1,247)	(1,288)	(1,026)	(386)	(209)	271	271	59	6,666	(2,187)	(3,947)	393
化三部(PTA, PIA)	(491)	(558)	192	106	(399)	323	323	3	3,438	286	(750)	249
塑膠部(ABS, PS, PP, PC)	(1,138)	(1,218)	(675)	929	607	1,401	1,043	962	19,740	(661)	(2,102)	4,013
福懋(紡織)	224	455	256	223	258	547	330	330	1,550	1,270	1,158	1,467
其他	(146)	(1,161)	(506)	(345)	(283)	(172)	(205)	(305)	421	(4,411)	(2,158)	(967)
營業利益合計	(2,305)	(3,145)	(872)	934	545	4,100	2,950	2,128	34,433	(5,286)	(5,388)	9,722
麥寮汽電	659	591	624	371	249	499	374	125	77	(1,126)	2,245	1,247
台塑化	1,071	(289)	853	830	1,132	1,459	2,034	1,182	11,969	3,575	2,466	5,807
其他	(330)	(53)	(61)	200	54	54	54	54	522	(182)	(244)	217
轉投資收益合計	1,400	250	1,416	1,401	1,435	2,012	2,463	1,360	12,567	2,268	4,467	7,271
台塑化									216	1,388	402	292
台塑									1,169	3,993	2,045	633
南亞									992	3,100	1,240	331
南亞科									435	1,239	703	0
台塑河靜									0	0	0	0
其他									305	728	500	500
股利收入合計	4	4,444	442	0	0	0	1,756	0	3,116	10,448	4,890	1,756
稅後淨利	(768)	1,682	451	697	1,071	4,503	5,324	2,343	38,359	7,360	2,063	13,242
EPS	(0.13)	0.29	0.08	0.12	0.18	0.77	0.91	0.40	6.56	1.26	0.35	2.26
DPS									4.80	0.95	0.30	1.70

資料來源: 凱基

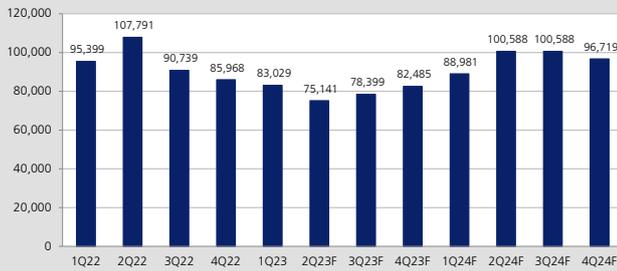
圖 5: 公司概況

台化成立於 1965 年，為台塑集團中的一貫化芳香烴業者，主要生產基地位於麥寮六輕園區及寧波，自集團內台塑化(6505 TT, NT\$79.2, 持有)購買裂解汽油、石油腦等芳香烴料源，生產芳香烴上游產品包含 PX、OX、PX，並再加工成芳香烴衍生物包含酚、SM、PS、SM、PX、SM、PC 等。台化藉轉投資福懋(1434 TT, NT\$27.45, 未評等)37.4%股權及台灣興業 42.5%股權經營下游紡織業務，並藉轉投資台塑化 24.2%股權降低原料價格波動的風險。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

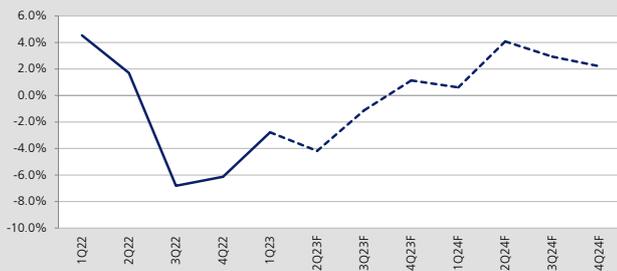
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

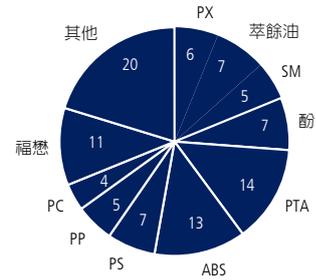
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: PX、SM、PS 等芳香烴衍生物為主要銷售產品

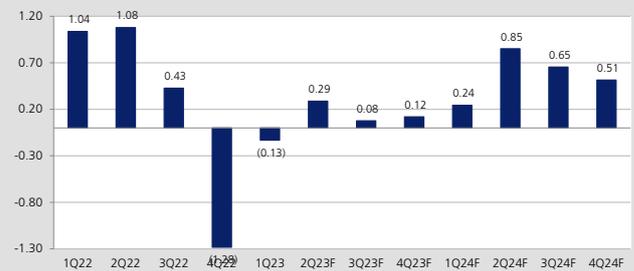
營收比重(不含內部撥轉)，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

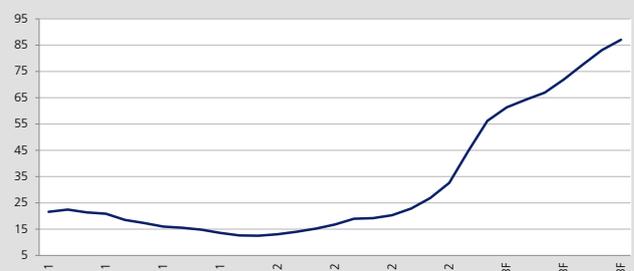
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

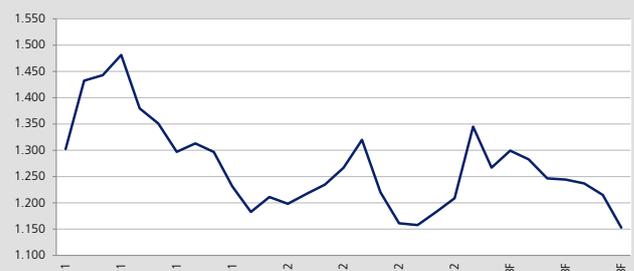
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

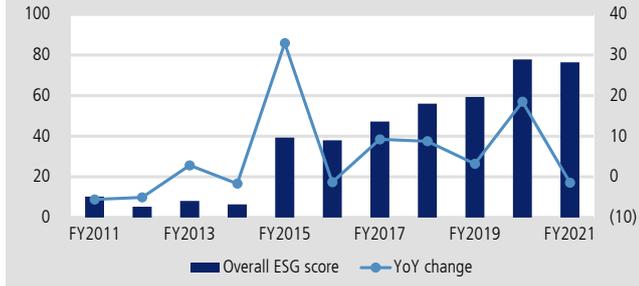
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 13：ESG 整體分數

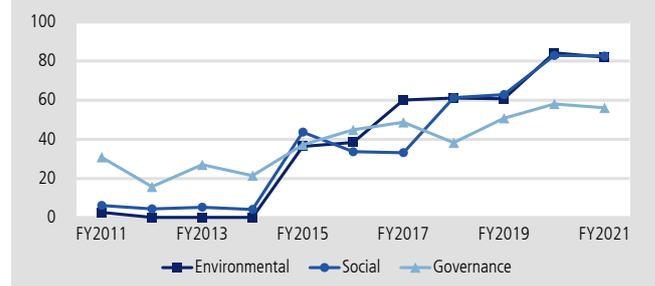
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：ESG 各項分數

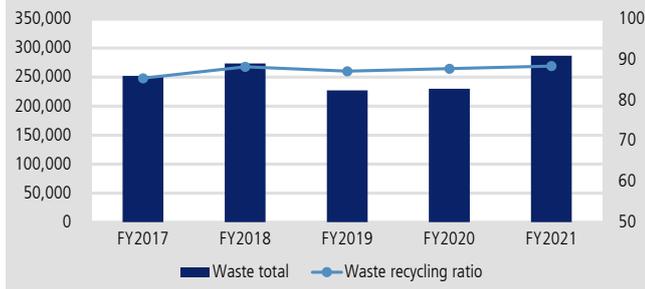
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：廢棄物總量

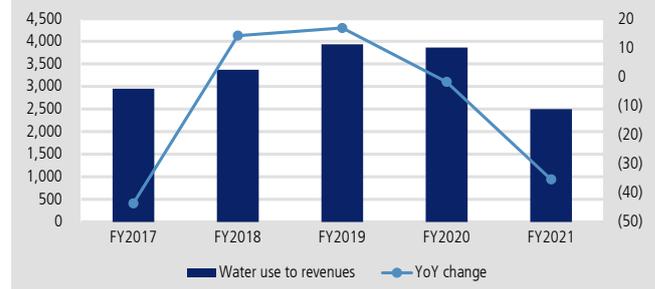
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：耗水量

單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：環保支出

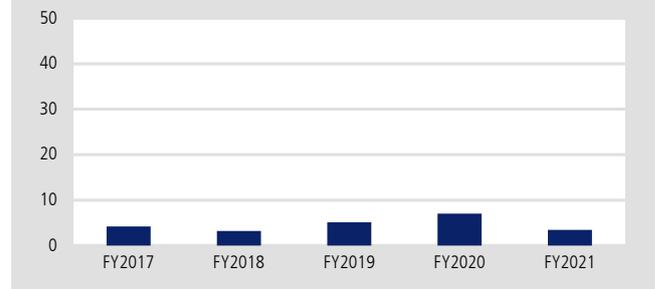
環保支出，百萬新台幣 (左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：員工流動率

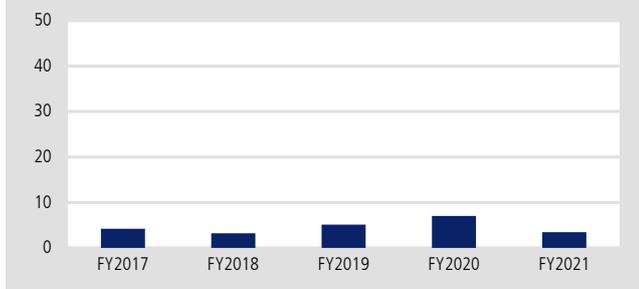
員工流動比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：性別多樣化

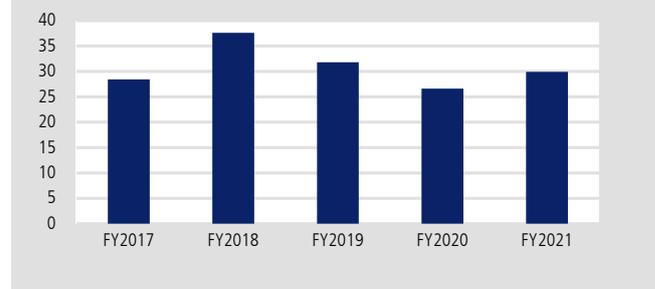
女性員工佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：員工訓練

人均年訓練時數，小時/每人



資料來源：Refinitiv，公司資料

**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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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，公司資料，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	83,029	75,141	78,399	82,485	88,981	100,588	100,588	96,719	379,897	319,054	386,875
營業成本	(81,621)	(74,411)	(75,396)	(77,513)	(84,437)	(92,488)	(93,638)	(90,591)	(367,154)	(308,942)	(361,153)
營業毛利	1,408	730	3,003	4,972	4,545	8,100	6,950	6,128	12,742	10,112	25,722
營業費用	(3,712)	(3,875)	(3,875)	(4,038)	(4,000)	(4,000)	(4,000)	(4,000)	(18,028)	(15,500)	(16,000)
營業利益	(2,305)	(3,145)	(872)	934	545	4,100	2,950	2,128	(5,286)	(5,388)	9,722
折舊	(3,443)	(3,466)	(3,466)	(3,490)	(3,466)	(3,466)	(3,466)	(3,466)	(13,865)	(13,865)	(13,865)
攤提	(969)	(1,150)	(1,150)	(1,331)	(1,150)	(1,150)	(1,150)	(1,150)	(4,599)	(4,599)	(4,599)
EBITDA	2,106	1,471	3,744	5,755	5,161	8,716	7,566	6,744	13,178	13,076	28,187
利息收入	213	200	200	187	125	125	125	125	662	800	500
投資利益淨額	1,404	4,694	1,858	1,401	2,257	2,257	2,257	2,257	12,716	9,357	9,027
其他營業外收入	252	452	250	342	250	250	250	250	1,321	1,295	1,000
總營業外收入	1,869	5,346	2,308	1,930	2,632	2,632	2,632	2,632	14,699	11,452	10,527
利息費用	(715)	(625)	(625)	(535)	(500)	(500)	(500)	(500)	(1,798)	(2,500)	(2,000)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	18	-	-	(18)	-	-	-	-	1,974	-	-
總營業外費用	(698)	(625)	(625)	(552)	(500)	(500)	(500)	(500)	176	(2,500)	(2,000)
稅前純益	(1,134)	1,576	810	2,311	2,676	6,231	5,082	4,260	9,590	3,564	18,249
所得稅費用[利益]	(32)	624	(113)	(906)	(593)	(593)	(593)	(593)	(386)	(428)	(2,372)
少數股東損益	398	(517)	(246)	(708)	(659)	(659)	(659)	(659)	(1,844)	(1,074)	(2,635)
非常項目稅後純益	(768)	1,682	451	697	1,424	4,979	3,830	3,008	7,360	2,063	13,242
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(768)	1,682	451	697	1,424	4,979	3,830	3,008	7,360	2,063	13,242
每股盈餘 (NT\$)	(0.13)	0.29	0.08	0.12	0.24	0.85	0.65	0.51	1.26	0.35	2.26
獲利率 (%)											
營業毛利率	1.7	1.0	3.8	6.0	5.1	8.1	6.9	6.3	3.4	3.2	6.6
營業利益率	(2.8)	(4.2)	(1.1)	1.1	0.6	4.1	2.9	2.2	(1.4)	(1.7)	2.5
EBITDA Margin	2.5	2.0	4.8	7.0	5.8	8.7	7.5	7.0	3.5	4.1	7.3
稅前純益率	(1.4)	2.1	1.0	2.8	3.0	6.2	5.1	4.4	2.5	1.1	4.7
稅後純益率	(0.9)	2.2	0.6	0.8	1.6	5.0	3.8	3.1	1.9	0.6	3.4
季成長率 (%)											
營業收入	(3.4)	(9.5)	4.3	5.2	7.9	13.0	0.0	(3.8)			
營業毛利		(48.1)	311.3	65.6	(8.6)	78.2	(14.2)	(11.8)			
營業收益增長	(56.3)	36.4	(72.3)		(41.7)	652.6	(28.0)	(27.9)			
EBITDA	30887.0	(30.2)	154.5	53.7	(10.3)	68.9	(13.2)	(10.9)			
稅前純益	(87.2)		(48.6)	185.2	15.8	132.8	(18.4)	(16.2)			
稅後純益	(89.8)		(73.2)	54.5	104.4	249.6	(23.1)	(21.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	(13.0)	(30.3)	(13.6)	(4.1)	7.2	33.9	28.3	17.3	3.9	(16.0)	21.3
營業毛利	(84.7)	(89.1)			222.9	1009.4	131.5	23.3	(76.2)	(20.6)	154.4
營業收益	(153.3)	(271.6)	(85.9)					127.9	(115.4)	1.9	
EBITDA	(75.7)	(76.4)		84552.6	145.0	492.4	102.1	17.2	(74.9)	(0.8)	115.6
稅前純益	(113.9)	(81.6)	(52.3)			295.3	527.1	84.3	(80.9)	(62.8)	412.1
稅後純益	(112.7)	(73.3)	(81.9)			195.9	749.0	331.6	(80.8)	(72.0)	541.9

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
<b>資產總額</b>	<b>531,820</b>	<b>598,345</b>	<b>555,539</b>	<b>556,121</b>	<b>570,243</b>
<b>流動資產</b>	<b>215,865</b>	<b>246,631</b>	<b>224,714</b>	<b>231,679</b>	<b>235,780</b>
現金及短期投資	135,818	145,371	133,920	133,134	137,235
存貨	33,048	47,200	48,437	50,364	50,364
應收帳款及票據	33,504	37,105	30,060	32,031	32,031
其他流動資產	13,495	16,954	12,296	16,150	16,150
<b>非流動資產</b>	<b>315,955</b>	<b>351,714</b>	<b>330,825</b>	<b>324,441</b>	<b>334,463</b>
長期投資	175,914	205,022	171,866	163,214	168,729
固定資產	127,269	130,898	142,849	150,920	160,026
什項資產	12,772	15,794	16,110	10,307	5,708
<b>負債總額</b>	<b>136,368</b>	<b>154,364</b>	<b>182,182</b>	<b>187,620</b>	<b>187,620</b>
<b>流動負債</b>	<b>73,453</b>	<b>84,917</b>	<b>116,951</b>	<b>121,705</b>	<b>121,705</b>
應付帳款及票據	18,365	21,662	18,851	20,931	20,931
短期借款	37,791	39,859	80,528	79,717	79,717
什項負債	17,297	23,396	17,572	21,057	21,057
<b>長期負債</b>	<b>62,915</b>	<b>69,447</b>	<b>65,231</b>	<b>65,914</b>	<b>65,914</b>
長期借款	56,291	62,677	59,218	60,030	60,030
其他負債及準備	5,912	5,977	5,209	5,884	5,884
<b>股東權益總額</b>	<b>395,453</b>	<b>443,981</b>	<b>373,356</b>	<b>368,501</b>	<b>382,623</b>
普通股股本	58,612	58,612	58,612	58,288	58,288
保留盈餘	53,380	72,146	41,405	41,713	45,012
少數股東權益	51,099	53,010	47,230	47,961	50,596
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	(19.7%)	44.4%	3.9%	(16.0%)	21.3%
營業收益增長	(7.1%)	124.7%	(115.4%)	1.9%	
EBITDA	(7.5%)	62.0%	(74.9%)	(0.8%)	115.6%
稅後純益	(34.2%)	96.3%	(80.8%)	(72.0%)	541.9%
每股盈餘成長率	(34.4%)	96.3%	(80.8%)	(72.0%)	541.9%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	11.7%	14.6%	3.4%	3.2%	6.6%
營業利益率	6.0%	9.4%	(1.4%)	(1.7%)	2.5%
EBITDA Margin	12.8%	14.3%	3.5%	4.1%	7.3%
稅後純益率	7.7%	10.5%	1.9%	0.6%	3.4%
平均資產報酬率	3.6%	6.8%	1.3%	0.4%	2.4%
股東權益報酬率	5.6%	10.4%	2.1%	0.6%	4.1%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	23.8%	23.1%	37.4%	37.9%	36.5%
淨負債比率	19.5%	17.9%	28.6%	31.2%	29.0%
利息保障倍數 (x)	20.1	48.9	6.3	2.4	10.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.5	0.1	0.0	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	35.7	37.0	18.2	8.1	14.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.2	0.9	0.4	0.2	0.4
流動比率 (x)	2.9	2.9	1.9	1.9	1.9
速動比率 (x)	2.5	2.3	1.5	1.5	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	76,955	79,475	106,744	115,065	110,964
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	3.34	6.56	1.26	0.35	2.26
每股現金盈餘 (NT\$)	7.90	6.62	5.60	3.45	4.93
每股淨值 (NT\$)	58.75	66.71	55.64	54.80	56.77
調整後每股淨值 (NT\$)	58.87	66.84	55.76	54.80	56.77
每股營收 (NT\$)	43.31	62.54	64.95	54.55	66.14
EBITDA/Share (NT\$)	5.53	8.96	2.25	2.24	4.82
每股現金股利 (NT\$)	2.50	4.80	0.95	0.30	1.70
<b>資產運用狀況</b>					
資產週轉率 (x)	0.47	0.65	0.66	0.57	0.69
應收帳款週轉天數	48.4	37.0	28.9	36.6	30.3
存貨週轉天數	54.1	55.2	48.2	59.5	51.0
應付帳款週轉天數	30.0	25.3	18.7	24.7	21.2
現金轉換週轉天數	72.4	66.9	58.3	71.4	60.1

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
<b>營業收入</b>	<b>253,295</b>	<b>365,812</b>	<b>379,897</b>	<b>319,054</b>	<b>386,875</b>
營業成本	(223,763)	(312,374)	(367,154)	(308,942)	(361,153)
<b>營業毛利</b>	<b>29,532</b>	<b>53,438</b>	<b>12,742</b>	<b>10,112</b>	<b>25,722</b>
營業費用	(14,208)	(19,006)	(18,028)	(15,500)	(16,000)
<b>營業利益</b>	<b>15,324</b>	<b>34,433</b>	<b>(5,286)</b>	<b>(5,388)</b>	<b>9,722</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>11,132</b>	<b>17,365</b>	<b>14,699</b>	<b>11,452</b>	<b>10,527</b>
利息收入	357	-	662	800	500
投資利益淨額	8,893	12,567	12,716	9,357	9,027
其他營業外收入	1,882	4,798	1,321	1,295	1,000
<b>總營業外費用</b>	<b>(1,688)</b>	<b>(1,638)</b>	<b>176</b>	<b>(2,500)</b>	<b>(2,000)</b>
利息費用	(1,294)	(1,048)	(1,798)	(2,500)	(2,000)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(394)	(590)	1,974	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>24,768</b>	<b>50,160</b>	<b>9,590</b>	<b>3,564</b>	<b>18,249</b>
所得稅費用 [利益]	(3,213)	(7,452)	(386)	(428)	(2,372)
少數股東損益	(2,010)	(4,348)	(1,844)	(1,074)	(2,635)
非常項目	(0)	0	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>19,544</b>	<b>38,359</b>	<b>7,360</b>	<b>2,063</b>	<b>13,242</b>
<b>EBITDA</b>	<b>32,358</b>	<b>52,426</b>	<b>13,178</b>	<b>13,076</b>	<b>28,187</b>
每股盈餘 (NT\$)	3.34	6.56	1.26	0.35	2.26

**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>46,213</b>	<b>38,729</b>	<b>32,732</b>	<b>20,207</b>	<b>28,826</b>
本期純益	19,544	38,359	7,360	2,063	13,242
折舊及攤提	17,035	17,993	18,464	18,464	18,464
本期運用資金變動	3,215	(14,456)	3,005	1,627	(8,189)
其他營業資產及負債變動	6,419	(3,166)	3,903	(1,947)	5,309
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(13,556)</b>	<b>(24,156)</b>	<b>(28,865)</b>	<b>(22,971)</b>	<b>(22,971)</b>
投資用短期投資出售 [新購]	(1,421)	(1,291)	(45)	-	-
本期長期投資變動	(2,665)	(936)	(1,310)	13,119	1,756
資本支出淨額	(15,682)	(16,152)	(22,971)	(22,971)	(22,971)
其他資產變動	6,211	(5,777)	(4,539)	(13,119)	(1,756)
<b>自由現金流</b>	<b>14,234</b>	<b>12,515</b>	<b>(11,174)</b>	<b>(12,220)</b>	<b>(8,836)</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(30,995)</b>	<b>(8,331)</b>	<b>5,469</b>	<b>(5,557)</b>	<b>(1,755)</b>
短期借款變動	(12,782)	(1,533)	18,536	-	-
長期借款變動	5,774	9,019	3,566	(10,234)	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(25,512)	(14,657)	(31,532)	(5,568)	(1,755)
其他融資現金流	1,524	(1,160)	14,899	10,245	-
<b>匯率影響數</b>	<b>367</b>	<b>(307)</b>	<b>605</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>2,028</b>	<b>9,935</b>	<b>9,941</b>	<b>(8,321)</b>	<b>4,100</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	5.6%	5.2%	4.7%	4.9%	4.1%
<b>= 營業利益率</b>	<b>6.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>(1.4%)</b>	<b>(1.7%)</b>	<b>2.5%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本週轉率</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>
營業利益率	6.0%	9.4%	(1.4%)	(1.7%)	2.5%
x 資本週轉率	1.4	1.8	1.8	1.5	1.7
x (1 - 有效現金稅率)	87.0%	85.1%	96.0%	88.0%	87.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>7.4%</b>	<b>14.7%</b>	<b>(2.4%)</b>	<b>(2.2%)</b>	<b>3.8%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 台化 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-07-05	降低持股	57.0	65.6
2023-04-11	降低持股	58.0	70.0
2023-03-30	降低持股	58.0	69.4
2023-01-10	降低持股	59.0	72.5
2023-01-05	降低持股	59.0	70.9
2022-10-11	降低持股	59.0	67.3
2022-10-05	降低持股	59.0	69.0
2022-07-11	降低持股	63.0	69.5
2022-06-30	降低持股	69.0	74.7
2022-06-14	降低持股	69.0	81.4

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，過後若有變更時，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。