

## 降低持股・維持

收盤價 October 11 (NT\$)	61.90
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 (%)	7.9

## 焦點內容

台化公告自結 3Q23 EPS 達 1.28 元，高於凱基預估。我們建議投資人減碼該股，並靜待產業重整及需求復甦的契機。

## 交易資料表

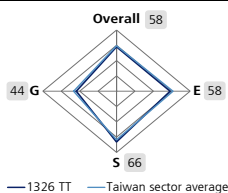
市值：(NT\$bn/US\$mn)	362.811,273
流通在外股數 (百萬股)：	5,861
外資持有股數 (百萬股)：	1,956
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.03
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	60.20 -76.10

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-3.6	-11.6	-8
相對表現 (%)	-2.2	-16.4	-35.2

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.04A	1.08A	0.43A	(1.28)A
2023	(0.13)A	0.29A	1.28F	(0.24)F
2024	(0.08)F	1.08F	0.64F	0.44F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 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)



## 3Q23 獲利高於預期

### 重要訊息

台化公告自結 3Q23 EPS 達 1.28 元，高於凱基預估。

### 評論及分析

**3Q23 轉投資收益優於預期。**台化 3Q23 EPS 達 1.28 元，季增 342%、年增 200%，優於凱基預估的 0.76 元及市場共識的 0.34 元，主因包括：(1) 營業利益由虧轉盈，與凱基預估大致相同，主要係反映原油及石油腦價格上漲下，化一部享有庫存利益，加上貿易商回補庫存；(2) 享有庫存利益下，台塑化(6505 TT, NT\$81.4, 持有)轉投資收益由虧轉盈，優於預期；(3) 麥寮汽電(台)的燃煤成本下降，配合夏季電價，轉投資收益季增。

**4Q23 芳香烴利差承壓。**我們預估台化 4Q23 EPS 達-0.24 元，季由盈轉虧，劣於市場共識的 0.33 元，主要係考量：(1) 營業利益由盈轉虧：(a) 高油價壓縮芳香烴及衍生物的利差空間；(b) 駕駛旺季結束，拖累 PX-苯利差季減；(c) 庫存利益收斂。(2) 庫存利益收斂下，台塑化轉投資收益季減。

### 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	331,494	383,893
營業毛利 (NT\$百萬)	29,532	53,438	12,742	9,542	24,120
營業利益 (NT\$百萬)	15,324	34,433	(5,286)	(5,158)	8,620
稅後淨利 (NT\$百萬)	19,544	38,359	7,360	7,020	12,115
每股盈餘 (NT\$)	3.34	6.56	1.26	1.20	2.07
每股現金股利 (NT\$)	2.50	4.80	0.95	0.90	1.60
每股盈餘成長率 (%)	(34.4)	96.3	(80.8)	(4.6)	72.6
本益比 (x)	18.5	9.4	49.2	51.6	29.9
股價淨值比 (x)	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	9.5	5.7	25.1	24.6	12.1
淨負債比率 (%)	19.5	17.9	28.6	29.1	28.3
殖利率 (%)	4.0	7.8	1.5	1.5	2.6
股東權益報酬率 (%)	5.6	10.4	2.1	2.1	3.6

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 3Q23 部門獲利結果

百萬元	3Q23				
	財報結果	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	差異(%)
營業利益	2,067	N.M.	N.M.	1,403	47
營業外淨收益	5,373	13	(32)	3,903	38
轉投資收益	4,866	1,804	N.M.	3,371	44
台塑化	4,154	N.M.	N.M.	2,771	50
麥寮汽電	1,215	104	8,210	748	62
其他	(503)	180	N.M.	(149)	239
股利收入	457	(90)	(94)	470	(3)
匯兌損益	300	4	(72)	300	0
其他	(249)	10	N.M.	(238)	5

資料來源：凱基

圖 2: 3Q23 財報結果 &amp; 4Q23 財務預估暨市場共識比較

百萬元	3Q23							4Q23F						
	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	86,820	84,875	2.3	15.5	(4.3)	79,895	8.7	86,477	82,437	4.9	(0.4)	0.6	82,088	5.3
毛利	5,742	5,078	13.1	1,398.6	-	4,480	28.2	2,010	3,088	(34.9)	(65.0)	-	5,080	(60.4)
營業利益	2,067	1,403	47.3	-	-	668	209.4	(1,766)	(688)	-	-	-	1,153	-
稅前淨利	7,440	5,306	40.2	367.3	337.8	2,267	228.2	326	643	(49.2)	(95.6)	-	1,951	(83.3)
稅後淨利	7,494	4,463	67.9	341.5	200.4	1,736	331.7	(1,403)	28	-	-	-	1,470	-
每股盈餘 (元)	1.28	0.76	67.9	341.5	200.4	0.34	331.7	(0.24)	0.00	-	-	-	0.33	-
毛利率 (%)	6.6	6.0	0.6 ppts	6.1 ppts	8.7 ppts	5.6	1.0 ppts	2.3	3.7	(1.4)ppts	(4.3)ppts	3.8 ppts	6.2	(3.9)ppts
營益率 (%)	2.4	1.7	0.7 ppts	6.6 ppts	9.2 ppts	0.8	1.5 ppts	(2.0)	(0.8)	(1.2)ppts	(4.4)ppts	4.1 ppts	1.4	(3.4)ppts
淨利率 (%)	8.6	5.3	3.4 ppts	6.4 ppts	5.9 ppts	2.2	6.5 ppts	(1.6)	0.0	(1.7)ppts	(10.3)ppts	7.1 ppts	1.8	(3.4)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	331,494	325,510	1.8	(12.7)	318,732	4.0	383,893	383,786	0.0	15.8	336,200	14.2
毛利	9,542	9,957	(4.2)	(25.1)	13,103	(27.2)	24,120	24,203	(0.3)	152.8	23,420	3.0
營業利益	(5,158)	(4,743)	-	(2.4)	(2,598)	-	8,620	8,703	(1.0)	(267.1)	7,171	20.2
稅前淨利	8,225	6,407	28.4	(14.2)	6,023	36.6	16,265	16,570	(1.8)	97.8	16,704	(2.6)
稅後淨利	7,020	5,421	29.5	(4.6)	5,312	32.2	12,115	12,504	(3.1)	72.6	13,120	(7.7)
每股盈餘 (元)	1.20	0.93	29.5	(4.6)	1.11	32.2	2.07	2.14	(3.1)	72.6	2.26	(7.7)
毛利率 (%)	2.9	3.1	(0.2)ppts	(0.5)ppts	4.1	(1.2)ppts	6.3	6.3	(0.0)ppts	3.4 ppts	7.0	(0.7)ppts
營益率 (%)	(1.6)	(1.5)	(0.1)ppts	(0.2)ppts	(0.8)	(0.7)ppts	2.2	2.3	(0.0)ppts	3.8 ppts	2.1	0.1 ppts
淨利率 (%)	2.1	1.7	0.5 ppts	0.2 ppts	1.7	0.5 ppts	3.2	3.3	(0.1)ppts	1.0 ppts	3.9	(0.7)ppts

資料來源：凱基

圖 4: 部門獲利預估

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
化一部(苯, PX, OX, 萃餘油)	493	748	1,826	642	483	1,597	1,072	970	2,618	417	3,709	4,122
化二部(SM, 酚, 丙酮)	(1,247)	(1,585)	(846)	(1,221)	(927)	(540)	476	217	6,666	(2,187)	(4,898)	(774)
化三部(PTA, PIA)	(491)	(543)	(35)	(484)	(408)	313	313	(7)	3,438	286	(1,552)	212
塑膠部(ABS, PS, PP, PC)	(1,138)	(895)	517	(200)	617	1,413	1,055	974	19,740	(661)	(1,717)	4,059
福懋(紡織)	224	(17)	88	165	120	359	180	180	1,550	1,270	461	838
其他	(146)	(862)	516	(669)	(20)	141	70	(30)	421	(4,411)	(1,161)	162
營業利益合計	(2,305)	(3,153)	2,067	(1,766)	(134)	3,284	3,166	2,304	34,433	(5,286)	(5,158)	8,620
麥寮汽電	659	595	1,215	523	249	499	374	125	77	(1,126)	2,993	1,247
台塑化	1,028	(160)	4,154	1,429	(141)	1,674	1,933	1,182	11,969	3,575	6,451	4,649
其他	(287)	(180)	(503)	377	42	42	42	42	522	(182)	(594)	167
轉投資收益合計	1,400	256	4,866	2,329	150	2,215	2,349	1,349	12,567	2,268	8,850	6,063
台塑化									216	1,388	402	767
台塑									1,169	3,993	2,045	584
南亞									992	3,100	1,240	331
南亞科									435	1,239	713	100
台塑河靜									0	0	0	0
其他									305	728	487	500
股利收入合計	4	4,427	457	0	0	2,283	0	0	3,116	10,448	4,887	2,283
稅後淨利	(768)	1,697	7,494	(1,403)	(473)	6,299	3,734	2,555	38,359	7,360	7,020	12,115
EPS	(0.13)	0.29	1.28	(0.24)	(0.08)	1.08	0.64	0.44	6.56	1.26	1.20	2.07
DPS									4.80	0.95	0.90	1.60

資料來源：凱基

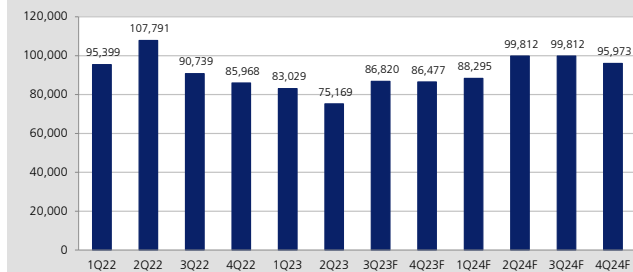
**圖 5: 公司概況**

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\$81.4, 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\$25.8, 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**

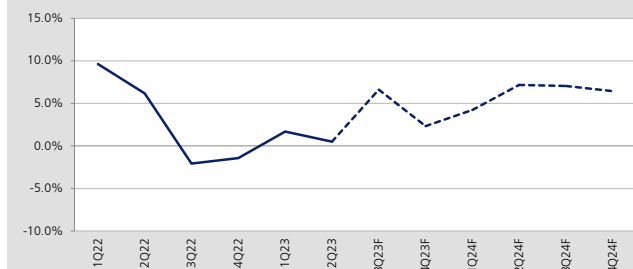
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 9: 毛利率**

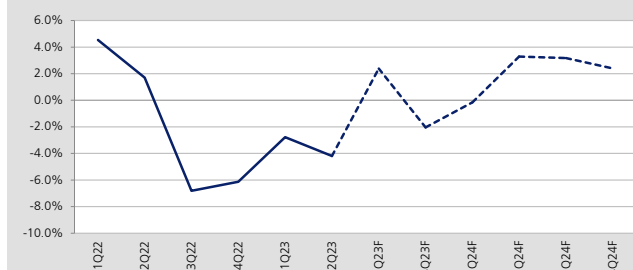
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 11: 營業利潤率**

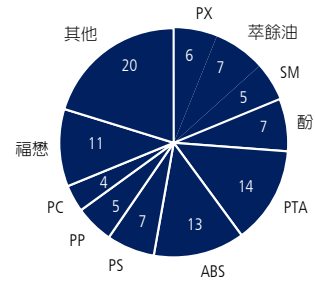
營業利潤率，百分比



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**

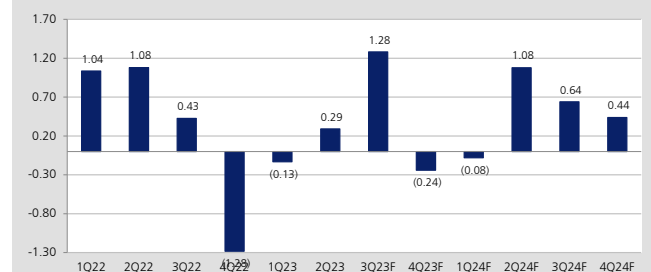
營收比重(不含內部撥轉)，百分比



資料來源：凱基

**圖 8: 每股盈利**

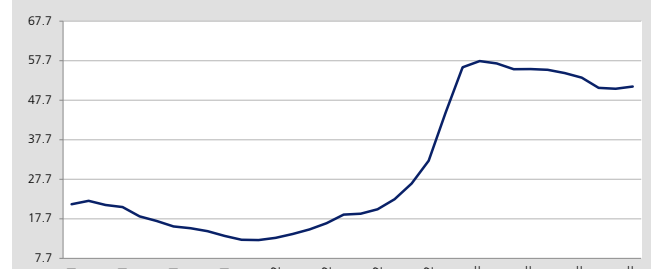
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 10: 本益比**

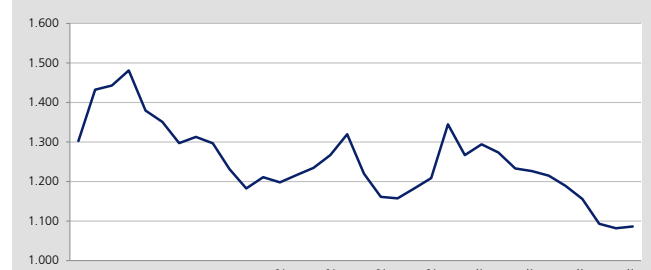
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 12: 股價淨值比**

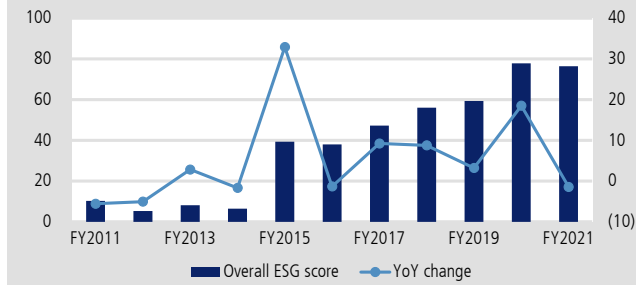
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

**圖 13：ESG 整體分數**

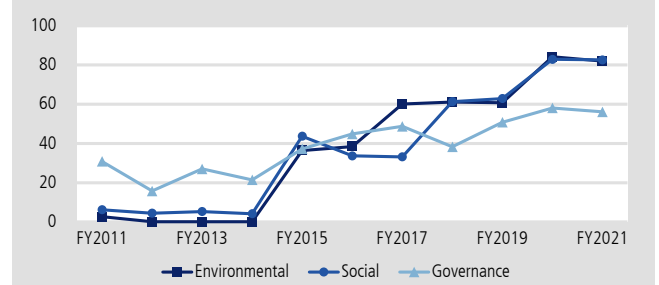
ESG 整體分數 (左軸)；年增幅度，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 14：ESG 各項分數**

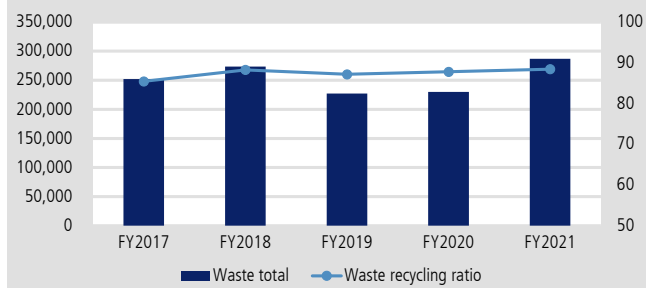
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 15：廢棄物總量**

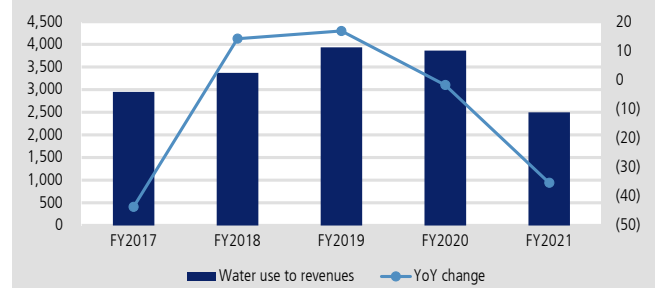
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 16：耗水量**

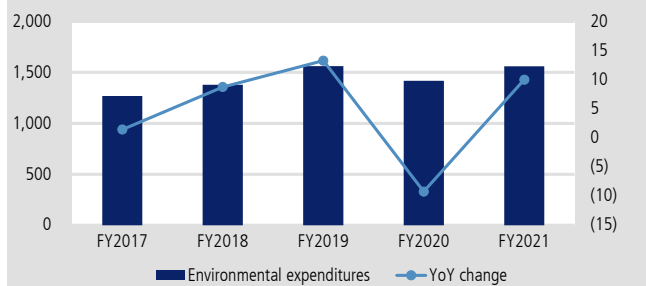
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 17：環保支出**

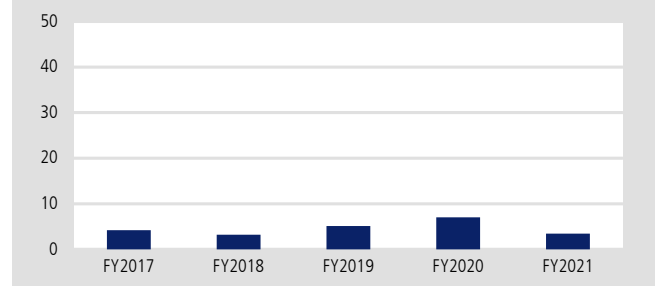
環保支出，百萬新台幣 (左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 18：員工流動率**

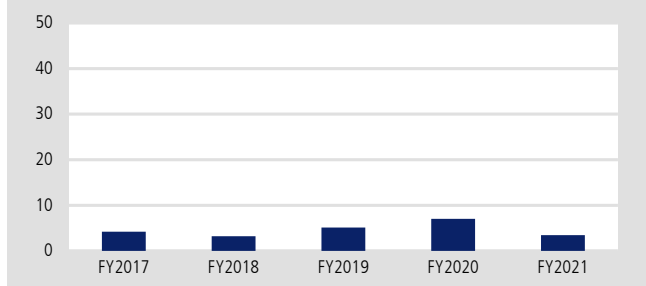
員工流動比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 19：性別多樣化**

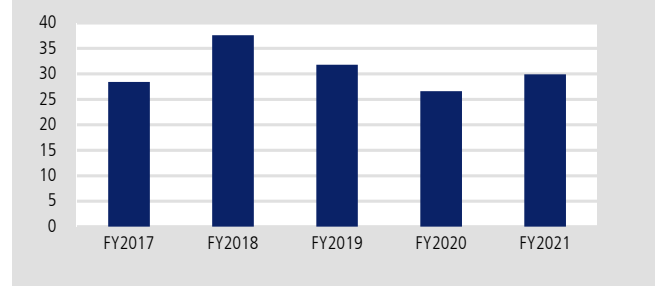
女性員工佔比，百分比



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，公司資料，凱基

## 損益表

	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
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	83,029	75,169	86,820	86,477	88,295	99,812	99,812	95,973	379,897	331,494	383,893
營業成本	(81,621)	(74,786)	(81,078)	(84,466)	(84,554)	(92,653)	(92,771)	(89,795)	(367,154)	(321,952)	(359,774)
營業毛利	1,408	383	5,742	2,010	3,741	7,159	7,041	6,179	12,742	9,542	24,120
營業費用	(3,712)	(3,537)	(3,675)	(3,776)	(3,875)	(3,875)	(3,875)	(3,875)	(18,028)	(14,700)	(15,500)
營業利益	(2,305)	(3,153)	2,067	(1,766)	(134)	3,284	3,166	2,304	(5,286)	(5,158)	8,620
折舊	(3,443)	(3,294)	(3,466)	(3,663)	(3,466)	(3,466)	(3,466)	(3,466)	(13,865)	(13,865)	(13,865)
攤提	(969)	(933)	(1,150)	(1,548)	(1,150)	(1,150)	(1,150)	(1,150)	(4,599)	(4,599)	(4,599)
EBITDA	2,106	1,073	6,683	3,445	4,482	7,900	7,782	6,920	13,178	13,307	27,084
利息收入	213	249	213	175	125	125	125	125	662	850	500
投資利益淨額	1,404	4,682	5,322	2,329	150	4,497	2,349	1,349	12,716	13,737	8,345
其他營業外收入	252	298	539	506	250	250	250	250	1,321	1,595	1,000
總營業外收入	1,869	5,229	6,073	3,011	525	4,872	2,724	1,724	14,699	16,182	9,845
利息費用	(715)	(732)	(700)	(653)	(550)	(550)	(550)	(550)	(1,798)	(2,800)	(2,200)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	18	248	-	(266)	-	-	-	-	1,974	-	-
總營業外費用	(698)	(484)	(700)	(919)	(550)	(550)	(550)	(550)	176	(2,800)	(2,200)
稅前純益	(1,134)	1,592	7,440	326	(159)	7,606	5,340	3,477	9,590	8,225	16,265
所得稅費用[利益]	(32)	97	154	(1,207)	22	(837)	(748)	(552)	(386)	(987)	(2,114)
少數股東損益	398	8	(100)	(523)	(336)	(471)	(858)	(370)	(1,844)	(218)	(2,035)
非常項目稅後純益	(768)	1,697	7,494	(1,403)	(473)	6,299	3,734	2,555	7,360	7,020	12,115
非常項目	(0)	(0)	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(768)	1,697	7,494	(1,403)	(473)	6,299	3,734	2,555	7,360	7,020	12,115
每股盈餘 (NT\$)	(0.13)	0.29	1.28	(0.24)	(0.08)	1.08	0.64	0.44	1.26	1.20	2.07
獲利率 (%)											
營業毛利率	1.7	0.5	6.6	2.3	4.2	7.2	7.1	6.4	3.4	2.9	6.3
營業利益率	(2.8)	(4.2)	2.4	(2.0)	(0.2)	3.3	3.2	2.4	(1.4)	(1.6)	2.2
EBITDA Margin	2.5	1.4	7.7	4.0	5.1	7.9	7.8	7.2	3.5	4.0	7.1
稅前純益率	(1.4)	2.1	8.6	0.4	(0.2)	7.6	5.4	3.6	2.5	2.5	4.2
稅後純益率	(0.9)	2.3	8.6	(1.6)	(0.5)	6.3	3.7	2.7	1.9	2.1	3.2
季成長率 (%)											
營業收入	(3.4)	(9.5)	15.5	(0.4)	2.1	13.0	0.0	(3.8)			
營業毛利		(72.8)	1398.6	(65.0)	86.1	91.4	(1.6)	(12.2)			
營業收益增長	(56.3)	36.8		(185.4)	(92.4)		(3.6)	(27.2)			
EBITDA	30887.0	(49.1)	522.9	(48.5)	30.1	76.3	(1.5)	(11.1)			
稅前純益	(87.2)		367.3	(95.6)	(148.6)		(29.8)	(34.9)			
稅後純益	(89.8)		341.5	(118.7)	(66.3)		(40.7)	(31.6)			
年成長率 (%)											
營業收入	(13.0)	(30.3)	(4.3)	0.6	6.3	32.8	15.0	11.0	3.9	(12.7)	15.8
營業毛利	(84.7)	(94.3)			165.8	1768.5	22.6	207.4	(76.2)	(25.1)	152.8
營業收益	(153.3)	(272.0)		(66.5)	(94.2)		53.2		(115.4)	(2.4)	
EBITDA	(75.7)	(82.8)		50570.7	112.8	636.3	16.5	100.9	(74.9)	1.0	103.5
稅前純益	(113.9)	(81.4)	337.8		(86.0)	377.8	(28.2)	965.2	(80.9)	(14.2)	97.8
稅後純益	(112.7)	(73.1)	200.4	(81.3)	(38.4)	271.1	(50.2)		(80.8)	(4.6)	72.6

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>558,657</b>	<b>567,543</b>
<b>流動資產</b>	<b>215,865</b>	<b>246,631</b>	<b>224,714</b>	<b>213,555</b>	<b>214,155</b>
現金及短期投資	135,818	145,371	133,920	133,172	133,771
存貨	33,048	47,200	48,437	46,170	46,170
應收帳款及票據	33,504	37,105	30,060	27,093	27,093
其他流動資產	13,495	16,954	12,296	7,121	7,121
<b>非流動資產</b>	<b>315,955</b>	<b>351,714</b>	<b>330,825</b>	<b>345,102</b>	<b>353,388</b>
長期投資	175,914	205,022	171,866	181,132	184,912
固定資產	127,269	130,898	142,849	151,280	160,386
什項資產	12,772	15,794	16,110	12,690	8,091
<b>負債總額</b>	<b>136,368</b>	<b>154,364</b>	<b>182,182</b>	<b>177,415</b>	<b>177,415</b>
<b>流動負債</b>	<b>73,453</b>	<b>84,917</b>	<b>116,951</b>	<b>110,806</b>	<b>110,806</b>
應付帳款及票據	18,365	21,662	18,851	16,261	16,261
短期借款	37,791	39,859	80,528	79,004	79,004
什項負債	17,297	23,396	17,572	15,541	15,541
<b>長期負債</b>	<b>62,915</b>	<b>69,447</b>	<b>65,231</b>	<b>66,609</b>	<b>66,609</b>
長期借款	56,291	62,677	59,218	60,742	60,742
其他負債及準備	5,912	5,977	5,209	5,866	5,866
<b>股東權益總額</b>	<b>395,453</b>	<b>443,981</b>	<b>373,356</b>	<b>381,242</b>	<b>390,128</b>
普通股本	58,612	58,612	58,612	58,288	58,288
保留盈餘	53,380	72,146	41,405	43,161	45,918
少數股東權益	51,099	53,010	47,230	46,405	48,440
優先股東資金	-	-	-	-	-

## 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%	(12.7%)	15.8%
營業收益增長	(7.1%)	124.7%	(115.4%)	(2.4%)	
EBITDA	(7.5%)	62.0%	(74.9%)	1.0%	103.5%
稅後純益	(34.2%)	96.3%	(80.8%)	(4.6%)	72.6%
每股盈餘成長率	(34.4%)	96.3%	(80.8%)	(4.6%)	72.6%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	11.7%	14.6%	3.4%	2.9%	6.3%
營業利益率	6.0%	9.4%	(1.4%)	(1.6%)	2.2%
EBITDA Margin	12.8%	14.3%	3.5%	4.0%	7.1%
稅後純益率	7.7%	10.5%	1.9%	2.1%	3.2%
平均資產報酬率	3.6%	6.8%	1.3%	1.3%	2.2%
股東權益報酬率	5.6%	10.4%	2.1%	2.1%	3.6%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	23.8%	23.1%	37.4%	36.7%	35.8%
淨負債比率	19.5%	17.9%	28.6%	29.1%	28.3%
利息保障倍數 (x)	20.1	48.9	6.3	3.9	8.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.5	0.1	0.1	0.1
Cash Flow Int. Coverage (x)	35.7	37.0	18.2	8.7	13.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.2	0.9	0.4	0.3	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	110,888	110,289
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	3.34	6.56	1.26	1.20	2.07
每股現金盈餘 (NT\$)	7.90	6.62	5.60	4.17	4.93
每股淨值 (NT\$)	58.75	66.71	55.64	57.25	58.42
調整後每股淨值 (NT\$)	58.87	66.84	55.76	57.25	58.42
每股營收 (NT\$)	43.31	62.54	64.95	56.68	65.63
EBITDA/Share (NT\$)	5.53	8.96	2.25	2.28	4.63
每股現金股利 (NT\$)	2.50	4.80	0.95	0.90	1.60
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.47	0.65	0.66	0.60	0.68
應收帳款周轉天數	48.4	37.0	28.9	29.8	25.8
存貨周轉天數	54.1	55.2	48.2	52.3	47.0
應付帳款周轉天數	30.0	25.3	18.7	18.4	16.5
現金轉換周轉天數	72.4	66.9	58.3	63.7	56.3

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>331,494</b>	<b>383,893</b>
營業成本	(223,763)	(312,374)	(367,154)	(321,952)	(359,774)
<b>營業毛利</b>	<b>29,532</b>	<b>53,438</b>	<b>12,742</b>	<b>9,542</b>	<b>24,120</b>
營業費用	(14,208)	(19,006)	(18,028)	(14,700)	(15,500)
<b>營業利益</b>	<b>15,324</b>	<b>34,433</b>	<b>(5,286)</b>	<b>(5,158)</b>	<b>8,620</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>11,132</b>	<b>17,365</b>	<b>14,699</b>	<b>16,182</b>	<b>9,845</b>
利息收入	357	-	662	850	500
投資利益淨額	8,893	12,567	12,716	13,737	8,345
其他營業外收入	1,882	4,798	1,321	1,595	1,000
<b>總營業外費用</b>	<b>(1,688)</b>	<b>(1,638)</b>	<b>176</b>	<b>(2,800)</b>	<b>(2,200)</b>
利息費用	(1,294)	(1,048)	(1,798)	(2,800)	(2,200)
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>8,225</b>	<b>16,265</b>
所得稅費用[利益]	(3,213)	(7,452)	(386)	(987)	(2,114)
少數股東損益	(2,010)	(4,348)	(1,844)	(218)	(2,035)
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>7,020</b>	<b>12,115</b>
<b>EBITDA</b>	<b>32,358</b>	<b>52,426</b>	<b>13,178</b>	<b>13,307</b>	<b>27,084</b>
每股盈餘 (NT\$)	3.34	6.56	1.26	1.20	2.07

## 現金流量

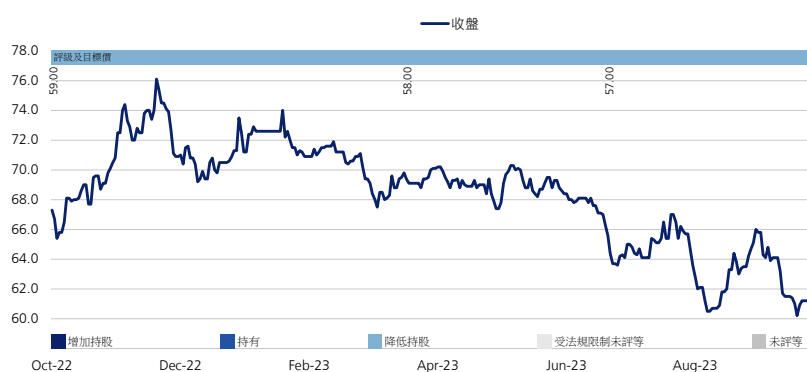
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>46,213</b>	<b>38,729</b>	<b>32,732</b>	<b>24,384</b>	<b>28,834</b>
本期純益	19,544	38,359	7,360	7,020	12,115
折舊及攤提	17,035	17,993	18,464	18,464	18,464
本期運用資金變動	3,215	(14,456)	3,005	6,093	(4,094)
其他營業資產及負債變動	6,419	(3,166)	3,903	(7,194)	2,349
<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)	(416)	2,283
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)	416	(2,283)
<b>自由現金流</b>	<b>14,234</b>	<b>12,515</b>	<b>(11,174)</b>	<b>(7,552)</b>	<b>(5,701)</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>(5,264)</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	(9,521)	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(25,512)	(14,657)	(31,532)	(5,568)	(5,264)
其他融資現金流	1,524	(1,160)	14,899	9,533	-
<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>5,935</b>	<b>9,941</b>	<b>(4,144)</b>	<b>599</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%	4.4%	4.0%
<b>= 營業利益率</b>	<b>6.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>(1.4%)</b>	<b>(1.6%)</b>	<b>2.2%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.1	0.1	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>= 資本周轉率</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>
營業利益率	6.0%	9.4%	(1.4%)	(1.6%)	2.2%
x 資本周轉率	1.4	1.8	1.8	1.6	1.8
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>(2.1%)</b>	<b>3.5%</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
2023-09-19	降低持股	57.0	64.1
2023-07-10	降低持股	57.0	63.6
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

資料來源：TEJ，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	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
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		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
<b>泰國</b>	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
<b>新加坡</b>		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
<b>印尼</b>		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	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。
未評等 (R)	

\*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，適後若有變更時，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。