

## 持有・維持

收盤價 October 18 (NT\$)	82.10
12 個月目標價 (NT\$)	74.00
前次目標價 (NT\$)	74.00
維持 (%)	0.0
下跌空間 (%)	9.9

## 焦點內容

考量高油價不利烯烴及煉油業務的利差及稼動，我們將台塑化 2023-24 年 EPS 預估下修至 2.71 元、1.83 元。我們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

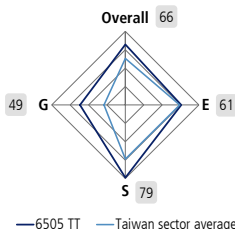
市值：(NT\$bn/US\$mn)	782/ 24,199
流通在外股數 (百萬股)：	9,526
外資持有股數 (百萬股)：	636
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.40
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	77.40 -89.80

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	2.9	-5.1	3.4
相對表現 (%)	7.5	-8.7	-21.9

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.43A	1.78A	(0.66)A	(1.04)A
2023	0.47A	(0.12)A	1.81F	0.56F
2024	0.04F	0.68F	0.74F	0.36F

## 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

# 台塑化

(6505.TW/6505 TT)



## 高油價壓抑利差及稼動

### 重要訊息

考量高油價不利烯烴及煉油業務的利差及稼動，我們將台塑化 2023-24 年 EPS 預估下修至 2.71 元、1.83 元。

### 評論及分析

**高油價壓抑烯烴利差及稼動。**我們將 2023-24 年台塑化烯烴廠稼動率預估自 62%、75% 下修至 59%、70%，並上修 2024 年烯烴業務虧損幅度預估，主要係考量：(1) OPEC+持續減產下，5 月以來原油價格漲幅 26%，高於天然氣的 22% 及煤的 -6%，造成 2023-24 年輕油裂解業者的乙烯生產成本高達 US\$1,006-1,014/mt，生產成本高於乙烯價格的 US\$850-900/mt、持續處結構性虧損；(2) 中國經濟復甦緩慢下，我們預估 2023-24 年全球乙烯開工率處 80%、81% 的供過於求水準，低成本的遠洋貨源將持續威脅亞洲輕油裂解-PE-MEG-PVC 工廠的稼動。我們預估 OL-3 裂解廠將至少閒置至 1Q24。

**高油價壓抑煉油利差及稼動。**我們將 2023-24 年台塑化煉油廠稼動率預估自 82%、85% 下修至 81%、83%，並下修 2024 年煉油業務獲利預估，主要係考量：(1) 高油價下，汽油外銷量及內銷利差皆轉弱；(2) OPEC+持續減產下，OSP 溢價幅度持續墊高；(3) 重質油供給緊俏下，煉油廠增加輕質油進料比重，造成汽油產率提升、柴油產率下降，汽油與柴油的利差嚴重分歧下，台塑化亦透過減少 FCC 單元的 VGO 進料降低稼動。

### 投資建議

我們維持「持有」評等及目標價 74 元，相當於 2024 年預估每股淨值 35 元的 2.1 倍。我們注意到原油價格上漲支撐當前塑化類股評價，而烯烴產業利差及稼動仍將於谷底徘徊，我們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。

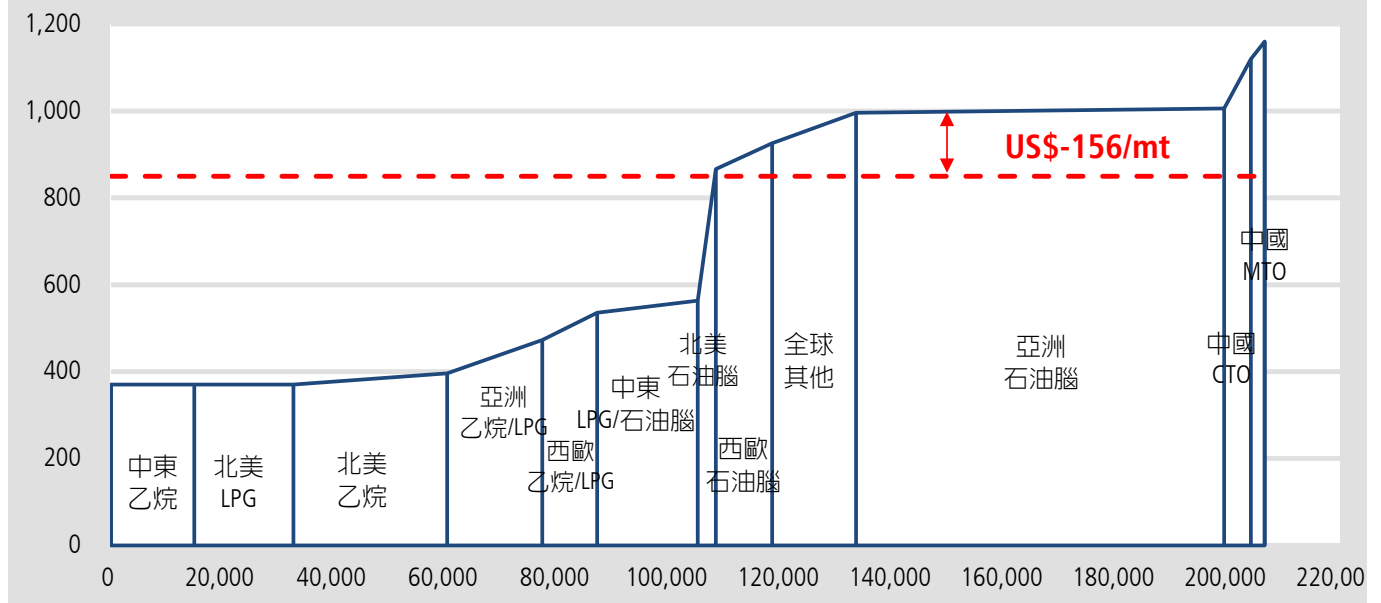
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	415,282	620,062	848,048	715,331	762,839
營業毛利 (NT\$百萬)	12,968	65,780	16,216	32,730	27,739
營業利益 (NT\$百萬)	2,769	55,177	5,420	21,430	16,739
稅後淨利 (NT\$百萬)	7,430	49,401	14,422	25,810	17,435
每股盈餘 (NT\$)	0.78	5.19	1.51	2.71	1.83
每股現金股利 (NT\$)	0.59	3.80	1.10	2.00	1.40
每股盈餘成長率 (%)	(79.8)	564.9	(70.8)	79.0	(32.4)
本益比 (x)	105.3	15.8	54.2	30.3	44.9
股價淨值比 (x)	2.5	2.2	2.5	2.3	2.3
EV/EBITDA (x)	39.8	9.3	32.8	17.9	20.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	4.9	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.7	4.6	1.3	2.4	1.7
股東權益報酬率 (%)	2.3	14.8	4.3	8.0	5.2

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：在 2023 年高油價下，輕油裂解業者持續處成本曲線的右側，生產成本高於乙烯價格，陷入結構性虧損

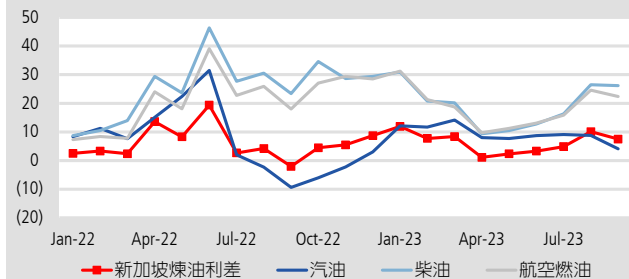
預估 2023 年乙烯生產成本，US\$/mt(y 軸)；全球累積乙烯產能，千噸/年(x 軸)



資料來源：隆衆資訊；凱基

圖 2：煉油利差在 3Q23 擴大

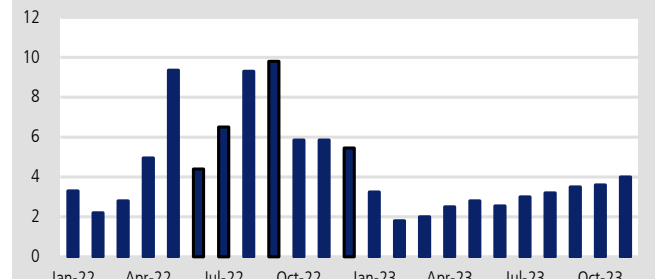
煉油產品利差(經 OSP 折溢價調整)，US\$/桶



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：OSP 溢價自 3 月起持續擴大

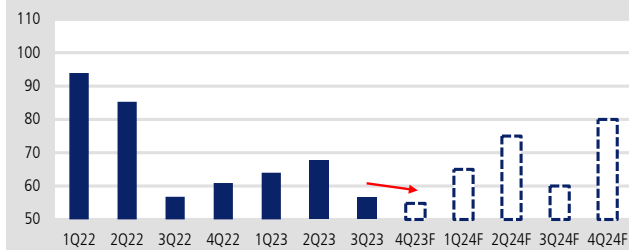
OSP 對亞洲折溢價，US\$/桶



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：4Q23 台塑化烯烴廠稼動率將季減

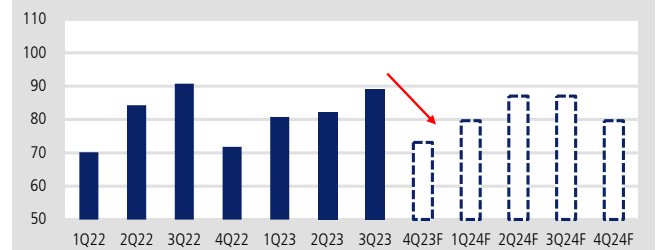
台塑化烯烴廠稼動率，百分比



資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

圖 5：4Q23 台塑化煉油廠稼動率將季減

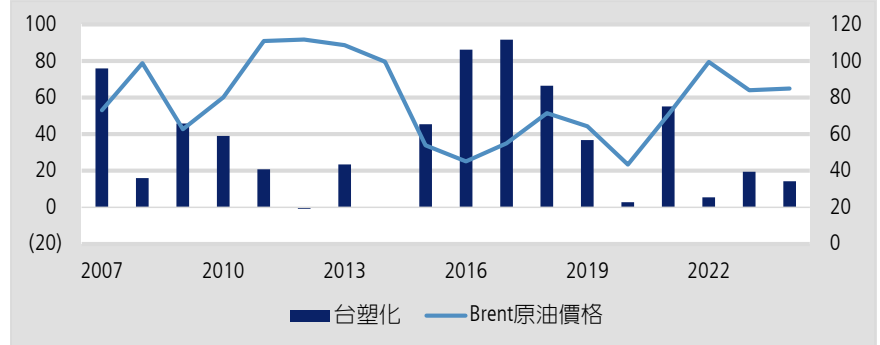
台塑化煉油廠稼動率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 6：高於 US\$80/桶的油價不利煉油及烯烴業務獲利表現**

台塑化營業利益，十億元(左軸)；Brent 原油價格，US\$/桶(右軸)



資料來源：凱基

**圖 7：4Q23 & 1Q24 財務預估暨市場共識比較**

百萬元	4Q23F							1Q24F						
	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	178,633	194,741	(8.3)	(7.3)	(8.0)	186,172	(4.0)	177,233	182,195	(2.7)	(0.8)	(4.0)	181,125	(2.1)
毛利	8,391	9,494	(11.6)	(59.8)	-	8,471	(0.9)	2,340	1,111	110.6	(72.1)	(67.0)	5,312	(56.0)
營業利益	5,560	6,662	(16.5)	(69.2)	-	7,748	(28.2)	(410)	(1,639)	-	-	-	2,708	-
稅前淨利	6,871	7,973	(13.8)	(67.4)	-	7,462	(7.9)	493	(736)	-	(92.8)	(90.8)	3,549	(86.1)
稅後淨利	5,332	6,236	(14.5)	(69.0)	-	4,965	7.4	412	(583)	-	(92.3)	(90.7)	2,908	(85.8)
每股盈餘(元)	0.56	0.65	(14.5)	(69.0)	-	0.72	7.4	0.04	(0.06)	-	(92.3)	(90.7)	0.56	(85.8)
毛利率 (%)	4.7	4.9	(0.2)ppts	(6.1)ppts	9.9 ppts	4.6	0.1 ppts	1.3	0.6	0.7 ppts	(3.4)ppts	(2.5)ppts	2.9	(1.6)ppts
營益率 (%)	3.1	3.4	(0.3)ppts	(6.3)ppts	9.7 ppts	4.2	(1.0)ppts	(0.2)	(0.9)	0.7 ppts	(3.3)ppts	(2.6)ppts	1.5	(1.7)ppts
淨利率 (%)	3.0	3.2	(0.2)ppts	(5.9)ppts	8.1 ppts	2.7	0.3 ppts	0.2	(0.3)	0.6 ppts	(2.8)ppts	(2.2)ppts	1.6	(1.4)ppts

資料來源：凱基

**圖 8：2023-24 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	715,331	731,439	(2.2)	(15.6)	723,572	(1.1)	762,839	767,645	(0.6)	6.6	737,171	3.5
毛利	32,730	33,833	(3.3)	101.8	29,840	9.7	27,739	29,958	(7.4)	(15.2)	34,175	(18.8)
營業利益	21,430	22,533	(4.9)	295.4	23,093	(7.2)	16,739	18,958	(11.7)	(21.9)	30,441	(45.0)
稅前淨利	31,414	32,517	(3.4)	85.1	30,117	4.3	21,201	23,415	(9.5)	(32.5)	36,280	(41.6)
稅後淨利	25,810	26,714	(3.4)	79.0	24,503	5.3	17,435	19,250	(9.4)	(32.4)	29,087	(40.1)
每股盈餘(元)	2.71	2.80	(3.4)	79.0	2.43	5.3	1.83	2.02	(9.4)	(32.4)	2.95	(40.1)
毛利率 (%)	4.6	4.6	(0.0)ppts	2.7 ppts	4.1	0.5 ppts	3.6	3.9	(0.3)ppts	(0.9)ppts	4.6	(1.0)ppts
營益率 (%)	3.0	3.1	(0.1)ppts	2.4 ppts	3.2	(0.2)ppts	2.2	2.5	(0.3)ppts	(0.8)ppts	4.1	(1.9)ppts
淨利率 (%)	3.6	3.7	(0.0)ppts	1.9 ppts	3.4	0.2 ppts	2.3	2.5	(0.2)ppts	(1.3)ppts	3.9	(1.7)ppts

資料來源：凱基

**圖 9：部門獲利預估**

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
烯烴(乙烯, 丙烯, 丁二烯, 裂解汽油)	606	(4,523)	(1,152)	(4,426)	(2,256)	(1,065)	(2,254)	(1,174)	21,510	(11,500)	(9,495)	(6,749)
煉油(汽油, 柴油, 航空燃油)	1,337	(4,562)	16,299	8,330	655	5,120	7,692	3,818	27,948	28,578	21,404	17,285
公用事業(電力, 蒸氣)	2,342	2,617	2,906	1,655	1,191	1,911	2,271	830	5,720	(11,658)	9,521	6,203
營業利益合計	4,284	(6,467)	18,053	5,560	(410)	5,966	7,709	3,474	55,177	5,420	21,430	16,739
麥寮汽電	659	595	1,215	523	249	499	374	125	77	(1,126)	2,993	1,247
其他	38	13	(157)	471	104	104	104	104	416	438	365	415
轉投資收益合計	697	608	1,058	994	353	602	478	228	493	(688)	3,358	1,662
稅後淨利	4,435	(1,158)	17,200	5,332	412	6,496	7,089	3,438	49,401	14,422	25,810	17,435
EPS	0.47	(0.12)	1.81	0.56	0.04	0.68	0.74	0.36	5.19	1.51	2.71	1.83
DPS									3.80	1.10	2.00	1.40

資料來源：凱基

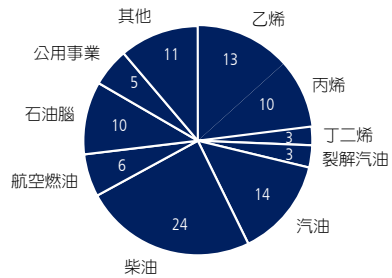
**圖 10: 公司概況**

成立於 1992 年，台塑化為台塑集團中的上游煉油、烯烴業者，主要生產基地位於麥寮六輕園區，每日煉油產能 54 萬桶，並製成汽油、柴油供應終端加油站或外銷，乙烯、丙烯產能合計 293.5、236.8 萬噸，主要供應集團內台塑(1301 TT, NT\$80.1, 持有)、南亞(1303 TT, NT\$67.1, 持有)、台化(1326 TT, NT\$64.8, 降低持股)生產下游聚合物及塑膠、纖維製品。

資料來源：凱基

**圖 11: 烯烴、煉油為主要業務**

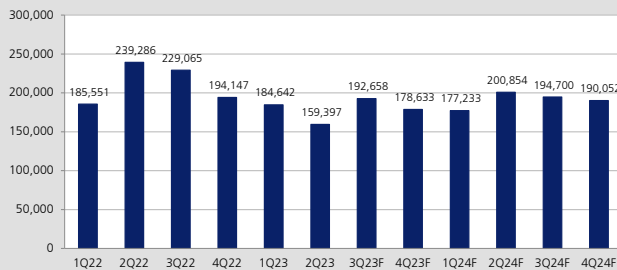
營收比重，百分比



資料來源：凱基

**圖 12: 季營業收入**

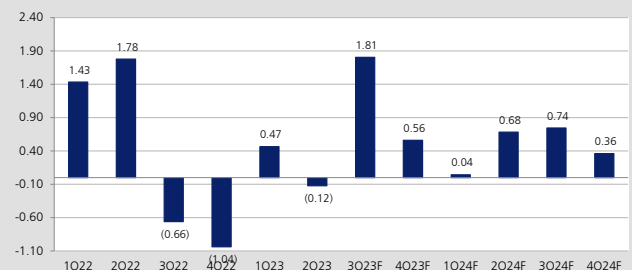
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 13: 每股盈利**

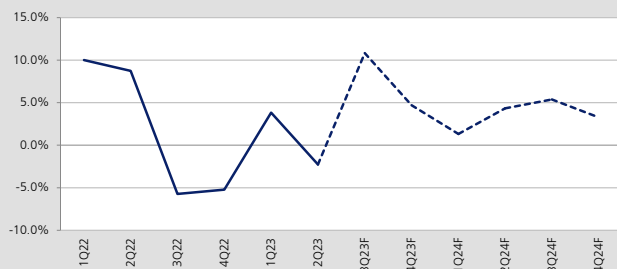
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 14: 毛利率**

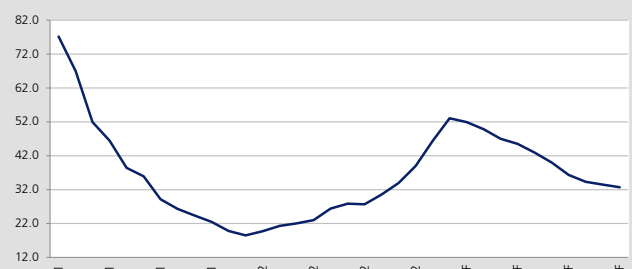
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 15: 本益比**

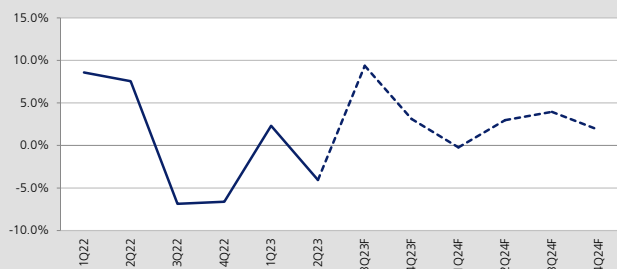
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 16: 營業利潤率**

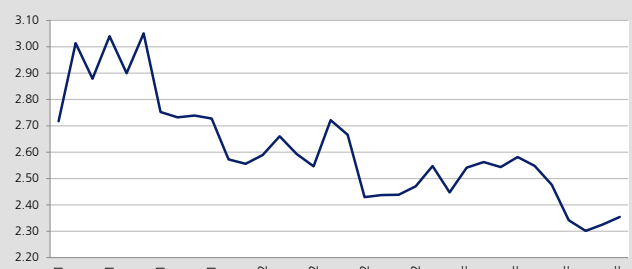
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 17: 股價淨值比**

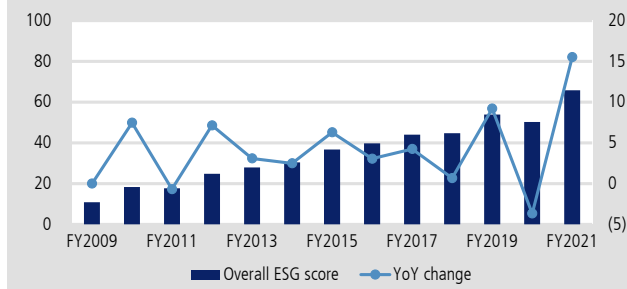
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 18：ESG 整體分數

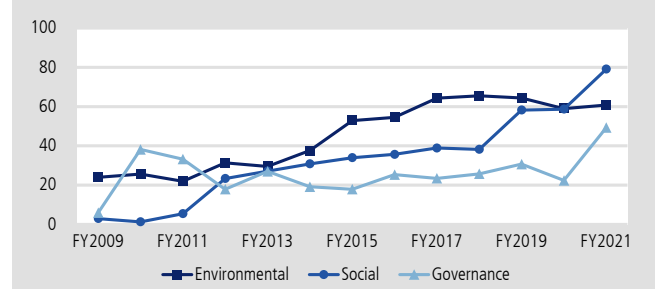
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：ESG 各項分數

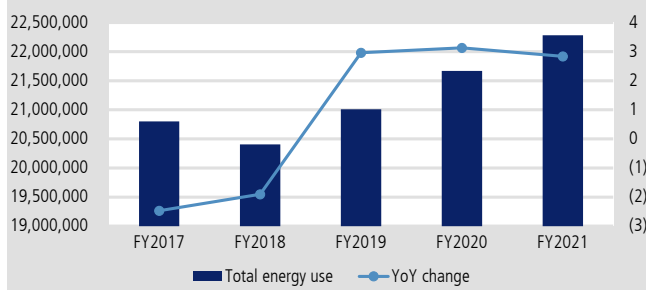
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：能源消耗

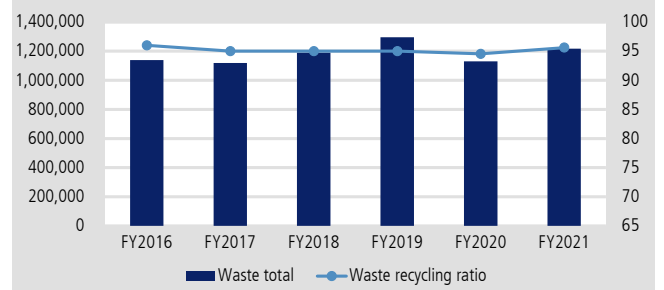
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 21：廢棄物總量

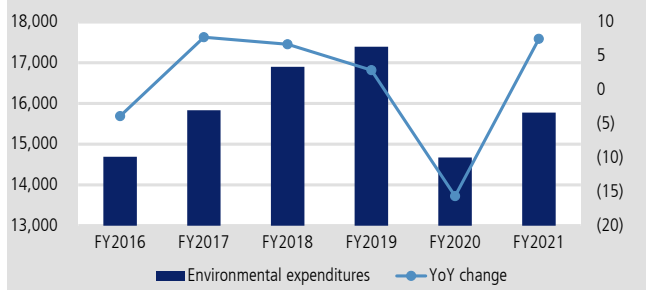
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 22：環保支出

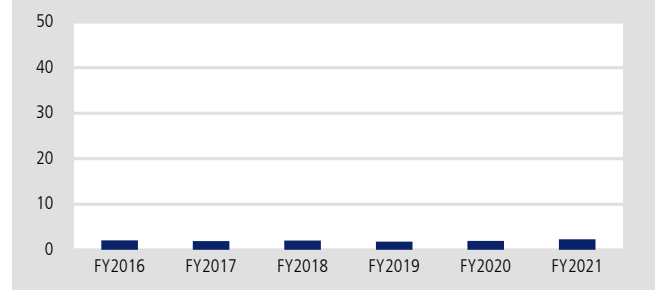
環保支出，百萬新台幣(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 23：員工流動率

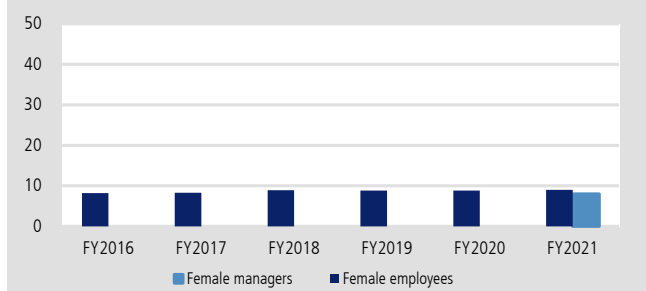
員工流動比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 24：性別多樣化

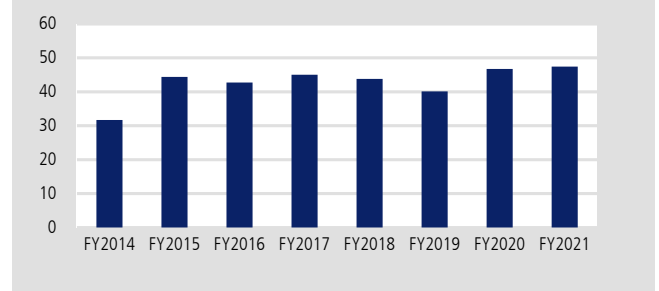
女性員工佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 25：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
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	184,642	159,397	192,658	178,633	177,233	200,854	194,700	190,052	848,048	715,331	762,839
營業成本	(177,560)	(163,018)	(171,781)	(170,242)	(174,893)	(192,138)	(184,241)	(183,828)	(831,833)	(682,601)	(735,100)
營業毛利	7,082	(3,621)	20,878	8,391	2,340	8,716	10,459	6,224	16,216	32,730	27,739
營業費用	(2,798)	(2,846)	(2,825)	(2,831)	(2,750)	(2,750)	(2,750)	(2,750)	(10,795)	(11,300)	(11,000)
營業利益	4,284	(6,467)	18,053	5,560	(410)	5,966	7,709	3,474	5,420	21,430	16,739
折舊	(4,082)	(3,957)	(3,750)	(3,210)	(3,750)	(3,750)	(3,750)	(3,750)	(15,018)	(15,000)	(15,000)
攤提	(284)	(302)	(307)	(334)	(307)	(307)	(307)	(307)	(1,228)	(1,228)	(1,228)
EBITDA	8,651	(2,208)	22,110	9,105	3,647	10,023	11,766	7,531	21,666	37,658	32,967
利息收入	145	436	150	169	150	150	150	150	471	900	600
投資利益淨額	697	2,503	1,218	994	353	1,203	478	228	4,171	5,412	2,262
其他營業外收入	508	851	1,832	1,080	500	500	500	500	2,407	4,272	2,000
總營業外收入	1,350	3,790	3,201	2,243	1,003	1,853	1,128	878	7,049	10,584	4,862
利息費用	(184)	(110)	(150)	(156)	(100)	(100)	(100)	(100)	(557)	(600)	(400)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	(688)	-	-
其他營業外費用	(91)	867	-	(776)	-	-	-	-	5,744	-	-
總營業外費用	(275)	757	(150)	(932)	(100)	(100)	(100)	(100)	4,499	(600)	(400)
稅前純益	5,360	(1,920)	21,103	6,871	493	7,719	8,737	4,253	16,968	31,414	21,201
所得稅費用[利益]	(926)	752	(3,950)	(1,531)	(94)	(1,235)	(1,660)	(828)	(2,569)	(5,655)	(3,816)
少數股東損益	1	10	46	(8)	13	13	13	13	22	50	50
非常項目稅後純益	4,435	(1,158)	17,200	5,332	412	6,496	7,089	3,438	14,422	25,810	17,435
非常項目	(0)	0	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	4,435	(1,158)	17,200	5,332	412	6,496	7,089	3,438	14,422	25,810	17,435
每股盈餘 (NT\$)	0.47	(0.12)	1.81	0.56	0.04	0.68	0.74	0.36	1.51	2.71	1.83
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	3.8	(2.3)	10.8	4.7	1.3	4.3	5.4	3.3	1.9	4.6	3.6
營業利益率	2.3	(4.1)	9.4	3.1	(0.2)	3.0	4.0	1.8	0.6	3.0	2.2
EBITDA Margin	4.7	(1.4)	11.5	5.1	2.1	5.0	6.0	4.0	2.6	5.3	4.3
稅前純益率	2.9	(1.2)	11.0	3.8	0.3	3.8	4.5	2.2	2.0	4.4	2.8
稅後純益率	2.4	(0.7)	8.9	3.0	0.2	3.2	3.6	1.8	1.7	3.6	2.3
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(4.9)	(13.7)	20.9	(7.3)	(0.8)	13.3	(3.1)	(2.4)			
營業毛利		(151.1)		(59.8)	(72.1)	272.5	20.0	(40.5)			
營業收益增長		(250.9)		(69.2)	(107.4)		29.2	(54.9)			
EBITDA		(125.5)		(58.8)	(59.9)	174.8	17.4	(36.0)			
稅前純益		(135.8)		(67.4)	(92.8)	1465.9	13.2	(51.3)			
稅後純益		(126.1)		(69.0)	(92.3)	1477.6	9.1	(51.5)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	(0.5)	(33.4)	(15.9)	(8.0)	(4.0)	26.0	1.1	6.4	36.8	(15.6)	6.6
營業毛利	(61.9)	(117.3)			(67.0)		(49.9)	(25.8)	(75.3)	101.8	(15.2)
營業收益	(73.1)	(135.8)			(109.6)		(57.3)	(37.5)	(90.2)	295.4	(21.9)
EBITDA	(56.0)	(110.1)			(57.8)		(46.8)	(17.3)	(68.9)	73.8	(12.5)
稅前純益	(68.6)	(109.1)			(90.8)		(58.6)	(38.1)	(71.9)	85.1	(32.5)
稅後純益	(67.5)	(106.8)			(90.7)		(58.8)	(35.5)	(70.8)	79.0	(32.4)

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>380,923</b>	<b>458,757</b>	<b>421,781</b>	<b>438,852</b>	<b>437,185</b>
<b>流動資產</b>	<b>215,310</b>	<b>289,586</b>	<b>267,203</b>	<b>285,328</b>	<b>291,179</b>
現金及短期投資	112,826	134,556	91,574	130,164	137,179
存貨	47,037	72,713	86,408	79,607	79,607
應收帳款及票據	35,708	51,149	55,309	50,390	50,390
其他流動資產	19,738	31,167	33,912	25,167	24,003
<b>非流動資產</b>	<b>165,613</b>	<b>169,171</b>	<b>154,579</b>	<b>153,525</b>	<b>146,006</b>
長期投資	43,526	50,044	39,641	43,420	44,481
固定資產	99,330	97,933	92,780	86,192	78,840
什項資產	22,758	21,195	22,158	23,913	22,685
<b>負債總額</b>	<b>68,296</b>	<b>96,990</b>	<b>104,496</b>	<b>97,837</b>	<b>97,837</b>
<b>流動負債</b>	<b>28,888</b>	<b>57,922</b>	<b>69,785</b>	<b>63,409</b>	<b>63,409</b>
應付帳款及票據	10,691	26,675	19,606	17,612	17,612
短期借款	272	175	26,332	26,332	26,332
什項負債	17,925	31,072	23,846	19,465	19,465
<b>長期負債</b>	<b>39,408</b>	<b>39,068</b>	<b>34,712</b>	<b>34,428</b>	<b>34,428</b>
長期借款	29,200	29,200	25,850	25,850	25,850
其他負債及準備	5,022	5,350	4,931	8,578	8,578
<b>股東權益總額</b>	<b>312,627</b>	<b>361,767</b>	<b>317,285</b>	<b>341,016</b>	<b>339,349</b>
普通股股本	95,260	95,260	95,260	95,260	95,260
保留盈餘	75,842	118,496	92,174	98,932	103,030
少數股東權益	4,526	4,353	4,797	4,914	4,864
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	(35.7%)	49.3%	36.8%	(15.6%)	6.6%
營業收益增長	(92.5%)	1892.8%	(90.2%)	295.4%	(21.9%)
EBITDA	(66.6%)	313.4%	(68.9%)	73.8%	(12.5%)
稅後純益	(79.8%)	564.9%	(70.8%)	79.0%	(32.4%)
每股盈餘成長率	(79.8%)	564.9%	(70.8%)	79.0%	(32.4%)
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	3.1%	10.6%	1.9%	4.6%	3.6%
營業利益率	0.7%	8.9%	0.6%	3.0%	2.2%
EBITDA Margin	4.1%	11.2%	2.6%	5.3%	4.3%
稅後純益率	1.8%	8.0%	1.7%	3.6%	2.3%
平均資產報酬率	1.9%	11.8%	3.3%	6.0%	4.0%
股東權益報酬率	2.3%	14.8%	4.3%	8.0%	5.2%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	9.4%	8.1%	16.4%	15.3%	15.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	4.9%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	21.8	161.8	31.5	53.4	54.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	1.0	0.4	0.5	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	85.3	94.4	(16.5)	87.9	84.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	51.6	64.5	(0.3)	2.0	1.3
流動比率 (x)	7.5	5.0	3.8	4.5	4.6
速動比率 (x)	5.8	3.7	2.6	3.2	3.3
淨負債 (NT\$百萬)	(13,494)	(35,097)	15,672	(18,963)	(25,978)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	0.78	5.19	1.51	2.71	1.83
每股現金盈餘 (NT\$)	3.73	3.73	(0.96)	5.54	3.54
每股淨值 (NT\$)	32.34	37.52	32.80	35.28	35.11
調整後每股淨值 (NT\$)	32.34	37.52	32.80	35.28	35.11
每股營收 (NT\$)	43.59	65.09	89.02	75.09	80.08
EBITDA/Share (NT\$)	1.77	7.31	2.27	3.95	3.46
每股現金股利 (NT\$)	0.59	3.80	1.10	2.00	1.40
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.07	1.48	1.93	1.66	1.74
應收帳款周轉天數	31.5	30.1	23.8	25.7	24.2
存貨周轉天數	42.8	47.9	37.9	42.6	39.6
應付帳款周轉天數	9.7	17.6	8.6	9.4	8.8
現金轉換周轉天數	64.5	60.4	53.1	58.9	55.0

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>415,282</b>	<b>620,062</b>	<b>848,048</b>	<b>715,331</b>	<b>762,839</b>
營業成本	(402,314)	(554,282)	(831,833)	(682,601)	(735,100)
<b>營業毛利</b>	<b>12,968</b>	<b>65,780</b>	<b>16,216</b>	<b>32,730</b>	<b>27,739</b>
營業費用	(10,199)	(10,602)	(10,795)	(11,300)	(11,000)
<b>營業利益</b>	<b>2,769</b>	<b>55,177</b>	<b>5,420</b>	<b>21,430</b>	<b>16,739</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>5,996</b>	<b>4,473</b>	<b>7,049</b>	<b>10,584</b>	<b>4,862</b>
利息收入	440	344	471	900	600
投資利益淨額	3,330	1,972	4,171	5,412	2,262
其他營業外收入	2,227	2,157	2,407	4,272	2,000
<b>總營業外費用</b>	<b>(100)</b>	<b>835</b>	<b>4,499</b>	<b>(600)</b>	<b>(400)</b>
利息費用	(417)	(376)	(557)	(600)	(400)
投資損失	-	-	(688)	-	-
其他營業外費用	317	1,211	5,744	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>8,665</b>	<b>60,485</b>	<b>16,968</b>	<b>31,414</b>	<b>21,201</b>
所得稅費用[利益]	(1,293)	(11,121)	(2,569)	(5,655)	(3,816)
少數股東損益	57	38	22	50	50
非常項目	-	(0)	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>7,430</b>	<b>49,401</b>	<b>14,422</b>	<b>25,810</b>	<b>17,435</b>
<b>EBITDA</b>	<b>16,853</b>	<b>69,677</b>	<b>21,666</b>	<b>37,658</b>	<b>32,967</b>
每股盈餘 (NT\$)	0.78	5.19	1.51	2.71	1.83

## 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>35,534</b>	<b>35,526</b>	<b>(9,183)</b>	<b>52,761</b>	<b>33,714</b>
本期純益	7,430	49,401	14,422	25,810	17,435
折舊及攤提	14,084	14,500	16,246	16,228	16,228
本期運用資金變動	22,514	(25,129)	(24,880)	5,516	6,879
其他營業資產及負債變動	(8,493)	(3,246)	(14,971)	5,207	(6,827)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(5,965)</b>	<b>(6,710)</b>	<b>(3,864)</b>	<b>(7,647)</b>	<b>(7,647)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(1,789)	(1,473)	2,485	-	-
本期長期投資變動	(189)	(898)	(1,000)	(422)	600
資本支出淨額	(8,959)	(10,550)	(7,647)	(7,647)	(7,647)
其他資產變動	4,972	6,211	2,298	422	(600)
<b>自由現金流</b>	<b>28,514</b>	<b>22,341</b>	<b>(12,910)</b>	<b>30,442</b>	<b>27,958</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(17,993)</b>	<b>(7,167)</b>	<b>(15,201)</b>	<b>(10,479)</b>	<b>(19,052)</b>
短期借款變動	(61)	(111)	6,325	-	-
長期借款變動	11,300	-	-	(3,350)	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(27,625)	(5,621)	(36,198)	(10,479)	(19,052)
其他融資現金流	(1,606)	(1,435)	14,672	3,350	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(289)</b>	<b>(144)</b>	<b>286</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>11,288</b>	<b>21,506</b>	<b>(27,962)</b>	<b>34,635</b>	<b>7,015</b>

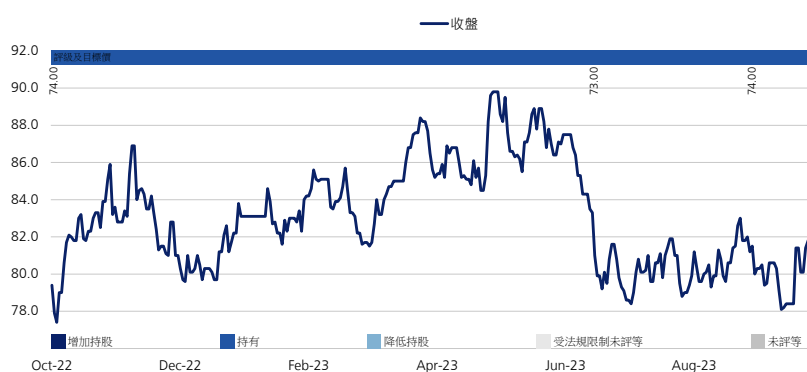
## 投資回報率

	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	2.5%	1.7%	1.3%	1.6%	1.4%
<b>= 營業利益率</b>	<b>0.7%</b>	<b>8.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.2%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
+ 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>2.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>
營業利益率	0.7%	8.9%	0.6%	3.0%	2.2%
x 資本周轉率	2.2	3.0	3.6	3.1	3.5
x (1 - 有效現金稅率)	85.1%	81.6%	84.9%	82.0%	82.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>1.3%</b>	<b>21.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>7.7%</b>	<b>6.3%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 台塑化 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-10-11	持有	74.0	81.4
2023-09-19	持有	74.0	81.2
2023-07-10	持有	73.0	79.2
2023-07-05	持有	73.0	83.3
2023-04-11	持有	74.0	87.6
2023-03-30	持有	74.0	84.7
2023-01-10	持有	74.0	82.6
2023-01-05	持有	74.0	79.7
2022-10-11	持有	74.0	79.0
2022-10-05	持有	74.0	80.9

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	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。