

## 持有・維持

收盤價 October 18 (NT\$)	80.10
12 個月目標價 (NT\$)	78.00
前次目標價 (NT\$)	78.00
維持 (%)	0.0
下跌空間 (%)	2.6

## 焦點內容

我們對台塑的獲利展望更趨保守，主要係考量高油價不利輕油裂解製程的烯烴衍生物利差。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

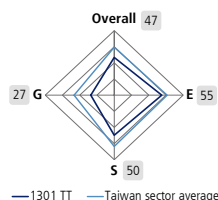
市值：(NT\$bn/US\$mn)	510 / 15,777
流通在外股數 (百萬股)：	6,366
外資持有股數 (百萬股)：	2,031
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.11
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	78.40 -94.40

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-3.4	-13.9	-1
相對表現 (%)	1.2	-17.5	-26.3

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.60A	3.33A	0.90A	(1.16)A
2023	0.37A	0.19A	1.05F	(0.07)F
2024	(0.00)F	0.71F	0.75F	0.52F

## 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

(1301.TW/1301 TT)



## 高油價壓抑利差空間

### 重要訊息

我們對台塑的獲利展望更趨保守，主要係考量高油價不利輕油裂解製程的烯烴衍生物利差。

### 評論及分析

高油價下，烯烴衍生物利差承壓，尤其是 PVC。我們將台塑 2023-24 年 EPS 預估下修至 1.54 元、1.97 元，主要係考量：(1) 5 月以來原油價格漲幅 26%，高於天然氣的 22% 及煤的 -6%，壓抑輕油裂解製程的乙烯生產成本競爭力，拖累整體乙烯-PE-EVA-PVC、丙烯-PP 等烯烴及衍生物的利差及稼動皆承壓，其中，乙烯法 PVC 較電石法 PVC 的成本優勢大幅收斂至幾乎平價，並皆高於 PVC 價格、陷入結構性虧損。(2) 高油價不利烯烴及煉油利差，拖累台塑化(6505 TT, NT\$82.1, 持有)獲利。

產業面臨三次去庫存，PVC、EVA 下跌空間更鉅。至 10 月中旬，PVC、EVA 價格已下跌至 US\$745/mt、US\$1,450/mt，我們預估 4Q23 PVC、EVA 皆利差將大幅季減，大幅落後原先預估的季增，主要係考量：(1) 經歷 3Q23 的二次補庫存後，貿易商庫存再次堆高，而中國政府仍未推出大規模消費刺激政策以消化產能成長；(2) PVC、EVA 在 3Q23 仍保有正利差；(3) 高利率環境不利房地產及太陽能投資；(4) 高油價不利輕油裂解製程的利差空間。

### 投資建議

我們維持「持有」評等及目標價 78 元，相當於 2024 年預估每股淨值 56 元的 1.4 倍。我們認為中國烯烴衍生物擴產潮將持續壓抑台塑產品利差及工廠稼動，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。

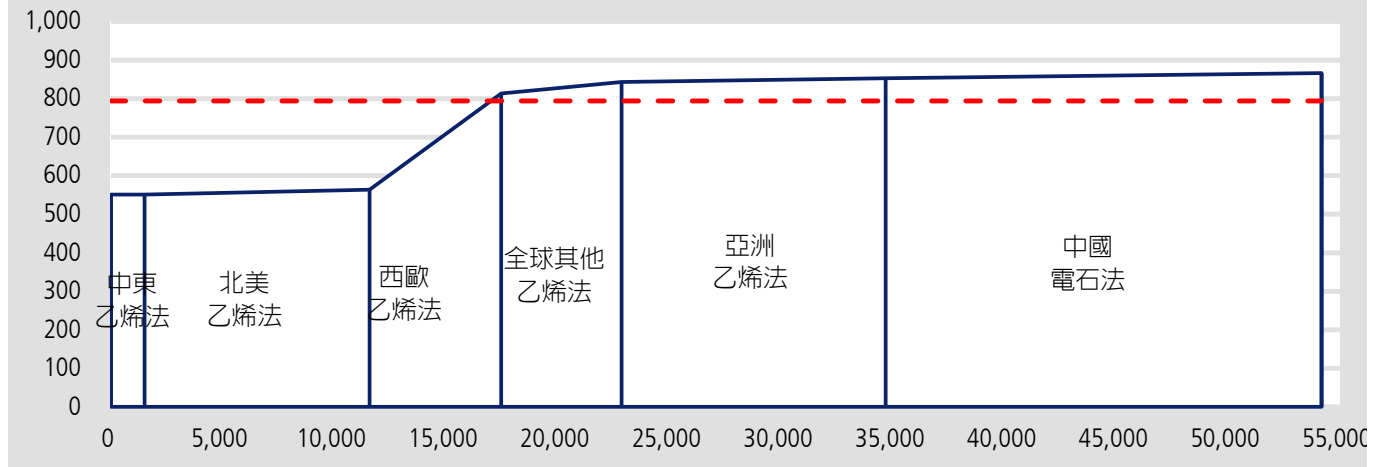
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	185,813	273,598	251,647	195,376	208,008
營業毛利 (NT\$百萬)	29,054	76,161	42,559	10,142	18,495
營業利益 (NT\$百萬)	17,099	60,164	26,799	(3,758)	5,595
稅後淨利 (NT\$百萬)	20,036	71,355	36,143	9,788	12,546
每股盈餘 (NT\$)	3.15	11.21	5.68	1.54	1.97
每股現金股利 (NT\$)	2.40	8.20	4.20	1.20	1.50
每股盈餘成長率 (%)	(46.3)	256.1	(49.3)	(72.9)	28.2
本益比 (x)	25.4	7.1	14.1	52.1	40.6
股價淨值比 (x)	1.5	1.3	1.4	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	10.4	3.6	7.4	49.7	17.1
淨負債比率 (%)	23.2	10.6	21.2	26.9	25.5
殖利率 (%)	3.0	10.2	5.2	1.5	1.9
股東權益報酬率 (%)	5.9	19.4	9.5	2.8	3.6

資料來源：公司資料、凱基

**圖 1：在 2023 年，亞洲輕油裂解製程的乙烯法業者與中國電石法業者間的成本差距大幅收斂，生產成本高於 PVC 價格**

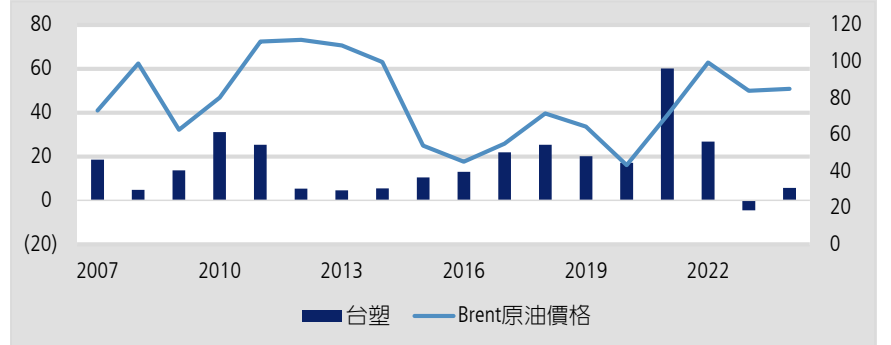
預估 2023 年 PVC 生產成本，US\$/mt(y 軸)；全球累積 PVC 產能，千噸/年(x 軸)



資料來源：隆衆資訊；凱基

**圖 2：高於 US\$80/桶的油價不利烯烴衍生物業務獲利表現**

台塑營業利益，十億元(左軸)；Brent 原油價格，US\$/桶(右軸)



資料來源：凱基

**圖 3：4Q23 & 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	43,992	45,547	(3.4)	(13.3)	(13.9)	51,679	(14.9)	48,116	50,306	(4.4)	9.4	(7.8)	51,099	(5.8)
毛利	2,172	2,182	(0.5)	(39.3)	66.9	4,366	(50.3)	2,543	3,168	(19.7)	17.1	(26.6)	3,461	(26.5)
營業利益	(1,402)	(1,392)	-	-	-	1,290	-	(682)	(57)	-	-	-	921	-
稅前淨利	745	1,093	(31.8)	(89.1)	-	4,595	(83.8)	(14)	485	-	-	-	4,213	-
稅後淨利	(452)	(145)	-	-	-	2,632	-	(11)	398	-	-	-	2,464	-
每股盈餘 (元)	(0.07)	(0.02)	-	-	-	0.74	-	(0.00)	0.06	-	-	-	0.39	-
毛利率 (%)	4.9	4.8	0.1 ppts	(2.1)ppts	2.4 ppts	8.4	(3.5)ppts	5.3	6.3	(1.0)ppts	0.3 ppts	(1.4)ppts	6.8	(1.5)ppts
營益率 (%)	(3.2)	(3.1)	(0.1)ppts	(3.4)ppts	1.3 ppts	2.5	(5.7)ppts	(1.4)	(0.1)	(1.3)ppts	1.8 ppts	(1.4)ppts	1.8	(3.2)ppts
淨利率 (%)	(1.0)	(0.3)	(0.7)ppts	(14.2)ppts	13.5 ppts	5.1	(6.1)ppts	(0.0)	0.8	(0.8)ppts	1.0 ppts	(4.5)ppts	4.8	(4.8)ppts

資料來源：凱基

圖 4：2023-24 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	195,376	196,931	(0.8)	(22.4)	202,866	(3.7)	208,008	217,505	(4.4)	6.5	220,204	(5.5)
毛利	10,142	10,152	(0.1)	(76.2)	11,018	(7.9)	18,495	21,210	(12.8)	82.4	26,149	(29.3)
營業利益	(3,758)	(3,748)	-	(114.0)	363	-	5,595	8,310	(32.7)	(248.9)	10,701	(47.7)
稅前獲利	11,122	11,470	(3.0)	(74.6)	12,725	(12.6)	15,115	19,249	(21.5)	35.9	24,422	(38.1)
稅後淨利	9,788	10,094	(3.0)	(72.9)	11,411	(14.2)	12,546	15,977	(21.5)	28.2	20,782	(39.6)
每股盈餘 (元)	1.54	1.59	(3.0)	(72.9)	1.81	(14.2)	1.97	2.51	(21.5)	28.2	3.26	(39.6)
毛利率 (%)	5.2	5.2	0.0 ppts	(11.7)ppts	5.4	(0.2)ppts	8.9	9.8	(0.9)ppts	3.7 ppts	11.9	(3.0)ppts
營業率 (%)	(1.9)	(1.9)	(0.0)ppts	(12.6)ppts	0.2	(2.1)ppts	2.7	3.8	(1.1)ppts	4.6 ppts	4.9	(2.2)ppts
淨利率 (%)	5.0	5.1	(0.1)ppts	(9.4)ppts	5.6	(0.6)ppts	6.0	7.3	(1.3)ppts	1.0 ppts	9.4	(3.4)ppts

資料來源：凱基

圖 5：部門獲利預估

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
塑膠部(PVC, 燒鹼)	714	(147)	711	111	720	1,076	1,790	1,559	27,294	18,814	1,389	5,144
聚烯部(PE)	43	151	672	(49)	(89)	285	1,015	625	10,755	5,976	816	1,835
聚丙烯部(PP)	(563)	(548)	(121)	(334)	(280)	(16)	(15)	250	3,479	(714)	(1,566)	(61)
台麗朗部(AA/AE, SAP, NBA)	(272)	(588)	(324)	(694)	(529)	(27)	(183)	8	11,439	4,807	(1,877)	(731)
化學品部(AN, MMA, ECH, MTBE)	(272)	(269)	(261)	(218)	(253)	106	344	211	9,625	1,720	(1,020)	407
其他	366	(1,072)	(577)	(217)	(250)	(250)	(250)	(250)	(2,427)	(3,804)	(1,500)	(1,000)
營業利益合計	17	(2,473)	100	(1,402)	(682)	1,173	2,700	2,403	60,164	26,799	(3,758)	5,595
麥寮汽電	659	595	1,215	523	249	499	374	125	77	(1,126)	2,993	1,247
台塑美國	652	43	330	341	305	509	713	509	6,067	3,997	1,366	2,036
台塑化	1,251	(302)	4,912	1,510	118	1,855	2,025	982	13,981	4,219	7,371	4,979
台塑烯烴美國	216	(63)	24	(79)	107	107	107	107	2,510	(563)	98	429
台塑勝高	257	288	254	218	254	254	254	254	410	1,401	1,017	1,017
福欣特殊鋼	(335)	(485)	(401)	(383)	(255)	(255)	(255)	(255)	(137)	(1,488)	(1,604)	(1,021)
其他	(336)	(4)	(355)	166	89	89	89	(1,722)	544	(679)	(529)	357
轉投資收益合計	2,364	72	5,980	2,296	868	3,059	3,307	0	23,453	5,761	10,712	9,044
台化									497	954	189	199
南亞									1,880	5,875	2,350	627
南亞科									435	1,239	713	100
台塑河靜									0	0	0	0
其他									187	374	411	350
股利收入合計	0	3,253	410	0	0	1,276	0	0	3,000	8,442	3,663	1,276
稅後淨利	2,343	1,225	6,672	(452)	(11)	4,512	4,762	3,284	71,355	36,143	9,788	12,546
EPS	0.37	0.19	1.05	(0.07)	(0.00)	0.71	0.75	0.52	11.21	5.68	1.54	1.97
DPS									8.20	4.20	1.20	1.50

資料來源：凱基

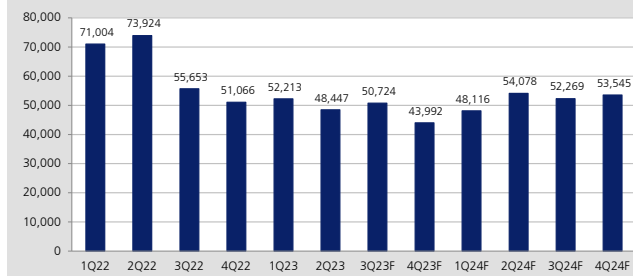
**圖 6: 公司概況**

台塑成立於 1954 年，為台塑集團中的下游聚烯烴業者，主要生產基地位於麥寮六輕園區、高雄林園、高雄仁武及寧波，自集團內台塑化(6505 TT, NT\$82.1, 持有)購買乙烯、丙烯等烯烴料源，生產產品包含 PVC、PE、PP 等聚烯烴與 AN、MTBE 等化學品。台塑藉轉投資台塑美國 22.6% 股權經營美國烯烴及聚烯烴業務，並藉投資台塑化 28.6% 股權降低原料價格波動的風險。

資料來源：凱基

**圖 8: 季營業收入**

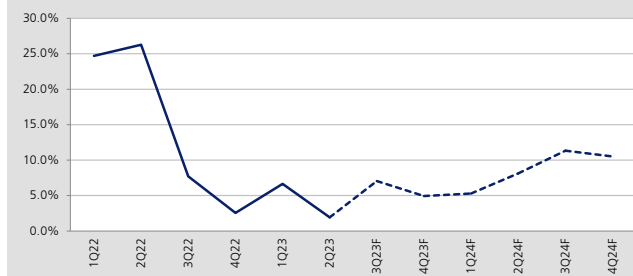
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 10: 毛利率**

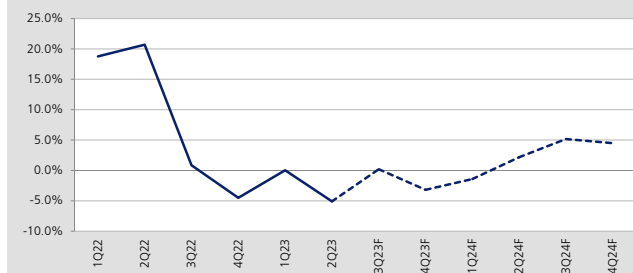
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 12: 營業利潤率**

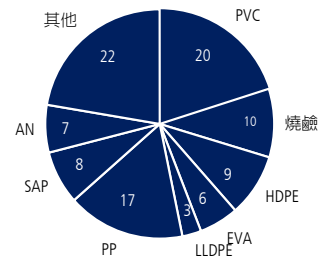
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 7: PVC、PP、AA 等聚烯烴為主要業務**

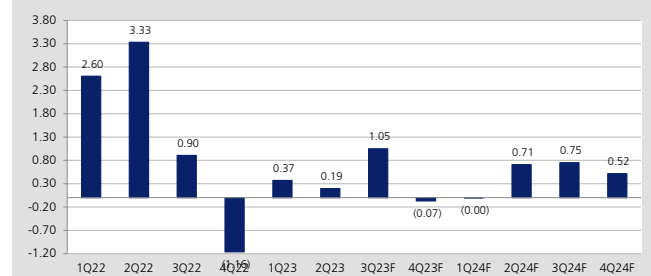
營收比重(不含內部撥轉)，百分比



資料來源：凱基

**圖 9: 每股盈利**

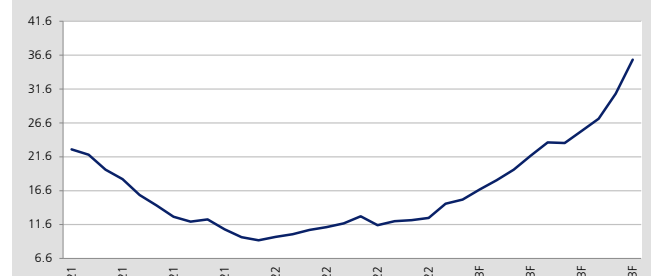
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 11: 本益比**

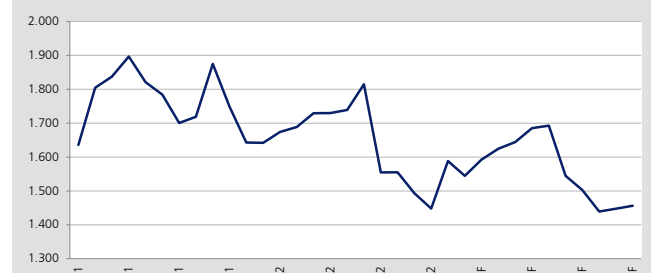
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 13: 股價淨值比**

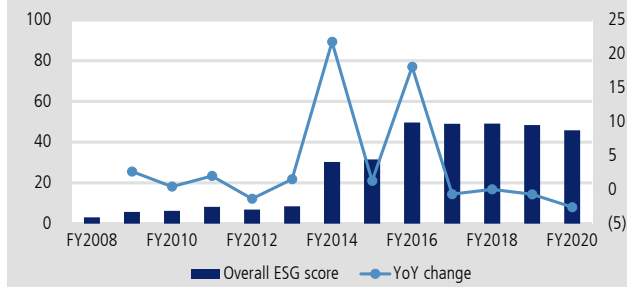
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

**圖 14：ESG 整體分數**

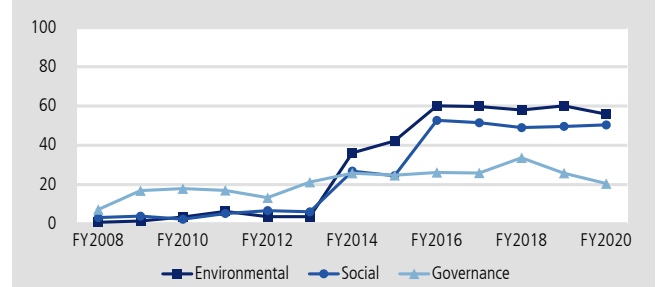
ESG 整體分數 (左軸)；年增幅度，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 15：ESG 各項分數**

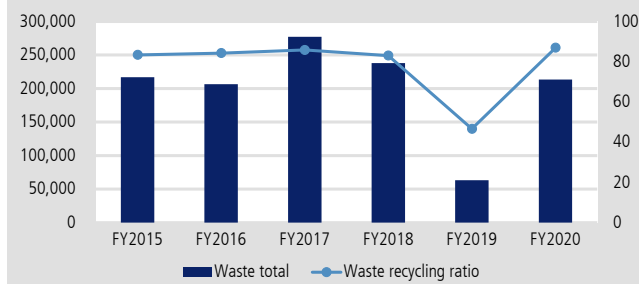
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 16：廢棄物總量**

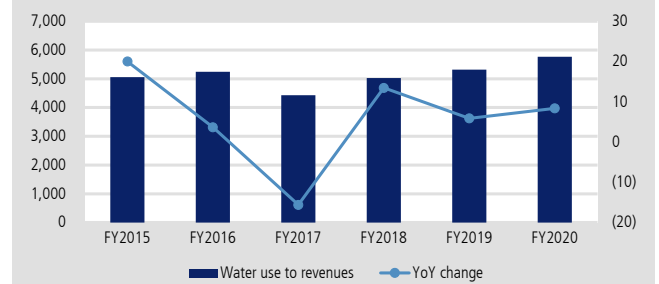
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 17：耗水量**

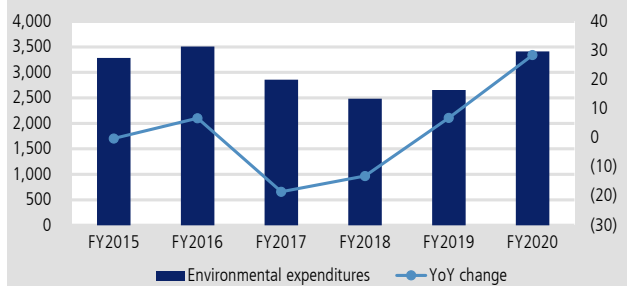
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 18：環保支出**

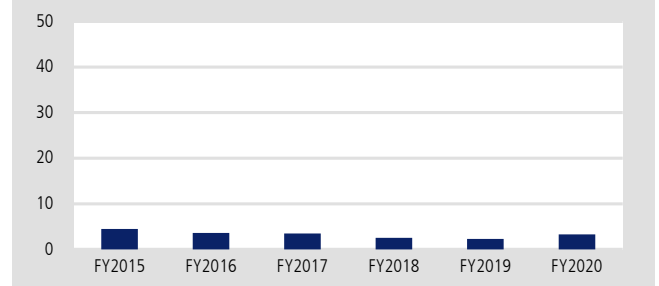
環保支出，百萬新台幣 (左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 19：員工流動率**

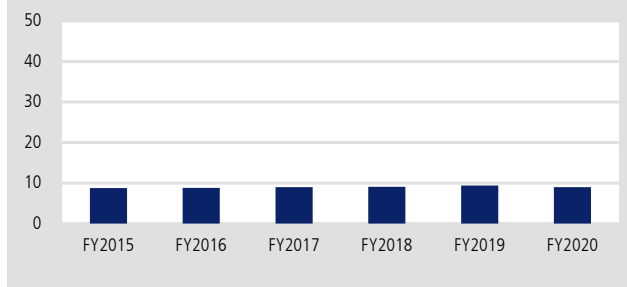
員工流動比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 20：性別多樣化**

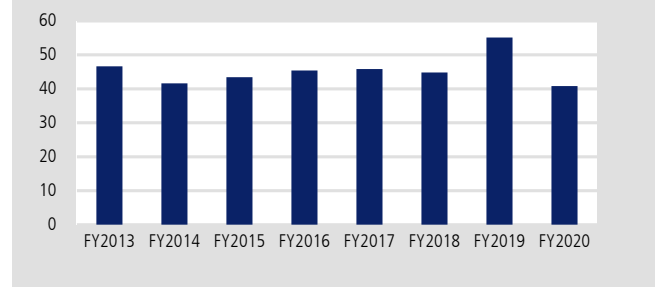
女性員工佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 21：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	52,213	48,447	50,724	43,992	48,116	54,078	52,269	53,545	251,647	195,376	208,008
營業成本	(48,747)	(47,518)	(47,149)	(41,820)	(45,573)	(49,680)	(46,344)	(47,916)	(209,089)	(185,233)	(189,513)
營業毛利	3,467	929	3,575	2,172	2,543	4,398	5,925	5,628	42,559	10,142	18,495
營業費用	(3,450)	(3,402)	(3,475)	(3,573)	(3,225)	(3,225)	(3,225)	(3,225)	(15,760)	(13,900)	(12,900)
營業利益	17	(2,473)	100	(1,402)	(682)	1,173	2,700	2,403	26,799	(3,758)	5,595
折舊	(1,907)	(1,851)	(2,000)	(2,242)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(7,511)	(8,000)	(8,000)
攤提	(124)	(137)	(236)	(448)	(236)	(236)	(236)	(236)	(945)	(945)	(945)
EBITDA	2,048	(485)	2,336	1,289	1,555	3,410	4,936	4,639	35,255	5,188	14,540
利息收入	114	136	130	140	100	100	100	100	380	520	400
投資利益淨額	2,364	3,325	6,390	2,296	868	4,334	3,307	1,811	14,203	14,375	10,320
其他營業外收入	61	51	643	930	50	50	50	50	199	1,685	200
總營業外收入	2,539	3,512	7,163	3,366	1,018	4,484	3,457	1,961	14,782	16,580	10,920
利息費用	(437)	(458)	(425)	(381)	(350)	(350)	(350)	(350)	(1,037)	(1,700)	(1,400)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	346	492	-	(838)	-	-	-	-	3,250	-	-
總營業外費用	(90)	34	(425)	(1,219)	(350)	(350)	(350)	(350)	2,213	(1,700)	(1,400)
稅前純益	2,466	1,073	6,838	745	(14)	5,308	5,807	4,014	43,794	11,122	15,115
所得稅費用[利益]	(124)	152	(166)	(1,197)	2	(796)	(1,045)	(731)	(7,652)	(1,335)	(2,570)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	2,343	1,225	6,672	(452)	(11)	4,512	4,762	3,284	36,143	9,788	12,546
非常項目	(0)	(0)	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	2,343	1,225	6,672	(452)	(11)	4,512	4,762	3,284	36,143	9,788	12,546
每股盈餘 (NT\$)	0.37	0.19	1.05	(0.07)	(0.00)	0.71	0.75	0.52	5.68	1.54	1.97
獲利率 (%)											
營業毛利率	6.6	1.9	7.0	4.9	5.3	8.1	11.3	10.5	16.9	5.2	8.9
營業利益率	0.0	(5.1)	0.2	(3.2)	(1.4)	2.2	5.2	4.5	10.6	(1.9)	2.7
EBITDA Margin	3.9	(1.0)	4.6	2.9	3.2	6.3	9.4	8.7	14.0	2.7	7.0
稅前純益率	4.7	2.2	13.5	1.7	(0.0)	9.8	11.1	7.5	17.4	5.7	7.3
稅後純益率	4.5	2.5	13.2	(1.0)	(0.0)	8.3	9.1	6.1	14.4	5.0	6.0
季成長率 (%)											
營業收入	2.2	(7.2)	4.7	(13.3)	9.4	12.4	(3.3)	2.4			
營業毛利	166.4	(73.2)	284.7	(39.3)	17.1	72.9	34.7	(5.0)			
營業收益增長		(14858.7)		(1501.7)	(51.4)		130.1	(11.0)			
EBITDA		(123.7)		(44.8)	20.6	119.3	44.8	(6.0)			
稅前純益		(56.5)	537.2	(89.1)	(101.8)		9.4	(30.9)			
稅後純益		(47.7)	444.6	(106.8)	(97.5)		5.5	(31.0)			
年成長率 (%)											
營業收入	(26.5)	(34.5)	(8.9)	(13.9)	(7.8)	11.6	3.0	21.7	(8.0)	(22.4)	6.5
營業毛利	(80.2)	(95.2)	(16.8)	66.9	(26.6)	373.4	65.7	159.2	(44.1)	(76.2)	82.4
營業收益	(99.9)	(116.2)	(79.2)	(39.2)	(4168.5)		2600.0		(55.5)	(114.0)	
EBITDA	(86.6)	(102.7)	(6.4)		(24.1)		111.3	260.0	(48.5)	(85.3)	180.3
稅前純益	(87.5)	(95.8)	12.0		(100.6)	394.6	(15.1)	438.5	(49.1)	(74.6)	35.9
稅後純益	(85.9)	(94.2)	15.8	(93.9)	(100.5)	268.3	(28.6)		(49.3)	(72.9)	28.2

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>479,280</b>	<b>543,679</b>	<b>511,254</b>	<b>514,822</b>	<b>509,728</b>
<b>流動資產</b>	<b>165,636</b>	<b>189,262</b>	<b>160,820</b>	<b>153,403</b>	<b>139,486</b>
現金及短期投資	124,745	132,311	114,411	115,098	108,417
存貨	16,681	24,526	22,412	23,016	23,016
應收帳款及票據	15,960	25,604	15,853	13,334	13,334
其他流動資產	8,249	6,821	8,144	1,954	(5,281)
<b>非流動資產</b>	<b>313,645</b>	<b>354,417</b>	<b>350,434</b>	<b>361,419</b>	<b>370,242</b>
長期投資	212,627	243,536	229,040	237,075	244,844
固定資產	86,786	97,343	107,315	109,050	111,050
什項資產	14,232	13,538	14,079	15,294	14,348
<b>負債總額</b>	<b>146,744</b>	<b>140,489</b>	<b>153,570</b>	<b>166,215</b>	<b>156,215</b>
<b>流動負債</b>	<b>68,255</b>	<b>74,541</b>	<b>95,863</b>	<b>96,302</b>	<b>86,302</b>
應付帳款及票據	13,115	15,971	11,774	8,706	8,706
短期借款	37,252	15,980	59,386	67,387	57,387
什項負債	17,888	42,590	24,703	20,208	20,208
<b>長期負債</b>	<b>78,489</b>	<b>65,947</b>	<b>57,706</b>	<b>69,913</b>	<b>69,913</b>
長期借款	53,978	40,301	33,712	45,704	45,704
其他負債及準備	24,389	25,523	23,387	24,209	24,209
<b>股東權益總額</b>	<b>332,536</b>	<b>403,190</b>	<b>357,685</b>	<b>348,606</b>	<b>353,513</b>
普通股本	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657
保留盈餘	55,559	107,126	72,838	74,987	77,984
少數股東權益	-	-	-	-	-
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	(10.6%)	47.2%	(8.0%)	(22.4%)	6.5%
營業收益增長	(15.3%)	251.9%	(55.5%)	(114.0%)	-
EBITDA	(9.0%)	172.9%	(48.5%)	(85.3%)	180.3%
稅後純益	(46.3%)	256.1%	(49.3%)	(72.9%)	28.2%
每股盈餘成長率	(46.3%)	256.1%	(49.3%)	(72.9%)	28.2%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	15.6%	27.8%	16.9%	5.2%	8.9%
營業利益率	9.2%	22.0%	10.6%	(1.9%)	2.7%
EBITDA Margin	13.5%	25.0%	14.0%	2.7%	7.0%
稅後純益率	10.8%	26.1%	14.4%	5.0%	6.0%
平均資產報酬率	4.1%	14.0%	6.9%	1.9%	2.4%
股東權益報酬率	5.9%	19.4%	9.5%	2.8%	3.6%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	27.4%	14.0%	26.0%	32.4%	29.2%
淨負債比率	23.2%	10.6%	21.2%	26.9%	25.5%
利息保障倍數 (x)	21.0	109.7	43.2	7.5	11.8
利息及短期償保障倍數 (x)	0.4	0.8	0.4	0.1	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	26.1	73.2	54.8	11.2	15.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.8	3.5	0.9	0.3	0.4
流動比率 (x)	2.4	2.5	1.7	1.6	1.6
速動比率 (x)	2.2	2.2	1.4	1.4	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	77,085	42,566	75,987	93,618	90,299
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	3.15	11.21	5.68	1.54	1.97
每股現金盈餘 (NT\$)	4.94	9.09	8.92	3.00	3.29
每股淨值 (NT\$)	52.24	63.34	56.19	54.76	55.53
調整後每股淨值 (NT\$)	52.24	63.34	56.19	54.76	55.53
每股營收 (NT\$)	29.19	42.98	39.53	30.69	32.68
EBITDA/Share (NT\$)	3.94	10.76	5.54	0.81	2.28
每股現金股利 (NT\$)	2.40	8.20	4.20	1.20	1.50
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.38	0.53	0.48	0.38	0.41
應收帳款周轉天數	31.4	34.2	23.0	24.9	23.5
存貨周轉天數	38.9	45.3	39.1	45.4	44.5
應付帳款周轉天數	30.6	29.5	20.6	17.2	16.8
現金轉換周轉天數	39.8	50.0	41.6	53.1	51.1

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>185,813</b>	<b>273,598</b>	<b>251,647</b>	<b>195,376</b>	<b>208,008</b>
營業成本	(156,759)	(197,437)	(209,089)	(185,233)	(189,513)
<b>營業毛利</b>	<b>29,054</b>	<b>76,161</b>	<b>42,559</b>	<b>10,142</b>	<b>18,495</b>
營業費用	(11,955)	(15,997)	(15,760)	(13,900)	(12,900)
<b>營業利益</b>	<b>17,099</b>	<b>60,164</b>	<b>26,799</b>	<b>(3,758)</b>	<b>5,595</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>9,122</b>	<b>26,845</b>	<b>14,782</b>	<b>16,580</b>	<b>10,920</b>
利息收入	374	236	380	520	400
投資利益淨額	8,571	26,453	14,203	14,375	10,320
其他營業外收入	177	156	199	1,685	200
<b>總營業外費用</b>	<b>(2,055)</b>	<b>(1,052)</b>	<b>2,213</b>	<b>(1,700)</b>	<b>(1,400)</b>
利息費用	(1,207)	(790)	(1,037)	(1,700)	(1,400)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(848)	(262)	3,250	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>24,167</b>	<b>85,957</b>	<b>43,794</b>	<b>11,122</b>	<b>15,115</b>
所得稅費用[利益]	(4,130)	(14,602)	(7,652)	(1,335)	(2,570)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>20,036</b>	<b>71,355</b>	<b>36,143</b>	<b>9,788</b>	<b>12,546</b>
<b>EBITDA</b>	<b>25,101</b>	<b>68,508</b>	<b>35,255</b>	<b>5,188</b>	<b>14,540</b>
每股盈餘 (NT\$)	3.15	11.21	5.68	1.54	1.97

### 現金流量

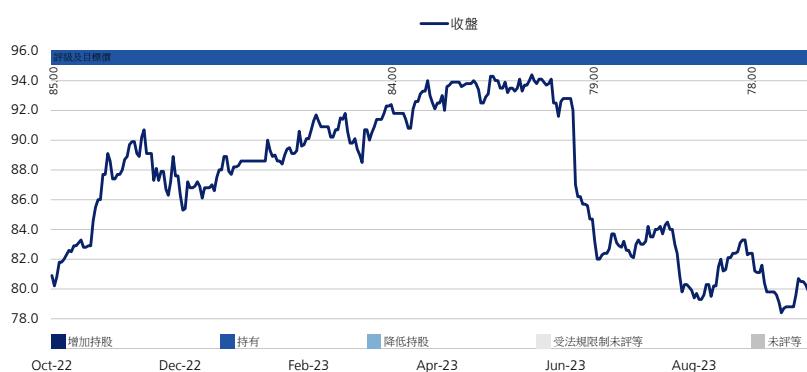
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>31,444</b>	<b>57,859</b>	<b>56,802</b>	<b>19,100</b>	<b>20,958</b>
本期純益	20,036	71,355	36,143	9,788	12,546
折舊及攤提	8,002	8,344	8,456	8,945	8,945
本期運用資金變動	1,026	(14,941)	7,669	19,639	5,326
其他營業資產及負債變動	2,381	(6,899)	4,534	(19,271)	(5,859)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(3,916)</b>	<b>(21,821)</b>	<b>(18,321)</b>	<b>(10,000)</b>	<b>(10,000)</b>
投資用短期投資出售[新購]	13	(91)	2,427	-	-
本期長期投資變動	(625)	(1,344)	(1,000)	2,677	1,276
資本支出淨額	(8,883)	(18,197)	(14,775)	(10,000)	(10,000)
其他資產變動	5,580	(2,189)	(4,972)	(2,677)	(1,276)
<b>自由現金流</b>	<b>13,530</b>	<b>24,114</b>	<b>22,521</b>	<b>14,332</b>	<b>7,969</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(32,568)</b>	<b>(35,986)</b>	<b>(30,405)</b>	<b>(6,736)</b>	<b>(17,639)</b>
短期借款變動	(11,713)	(11,003)	6,684	10,000	(10,000)
長期借款變動	5,294	5,236	(2,150)	(1,854)	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(28,012)	(15,282)	(52,173)	(26,736)	(7,639)
其他融資現金流	1,863	(14,938)	17,234	11,854	0
<b>匯率影響數</b>	<b>1,019</b>	<b>(482)</b>	<b>(4,681)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(4,021)</b>	<b>(430)</b>	<b>3,395</b>	<b>2,364</b>	<b>(6,681)</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	6.4%	5.8%	6.3%	7.1%	6.2%
<b>= 營業利益率</b>	<b>9.2%</b>	<b>22.0%</b>	<b>10.6%</b>	<b>(1.9%)</b>	<b>2.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.4	0.4	0.6	0.5
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>
營業利益率	9.2%	22.0%	10.6%	(1.9%)	2.7%
x 資本周轉率	1.7	2.6	2.0	1.5	1.6
x (1 - 有效現金稅率)	82.9%	83.0%	82.5%	88.0%	83.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>13.3%</b>	<b>47.3%</b>	<b>17.3%</b>	<b>(2.5%)</b>	<b>3.7%</b>

資料來源：公司資料，凱基



**台塑 – 以往評級及目標價**


日期	評級	目標價	收盤價
2023-10-11	持有	78.0	79.6
2023-09-19	持有	78.0	82.4
2023-07-10	持有	79.0	82.3
2023-07-05	持有	79.0	84.7
2023-04-11	持有	84.0	92.6
2023-03-30	持有	84.0	92.4
2023-01-10	持有	85.0	88.9
2023-01-05	持有	85.0	87.5
2022-10-11	持有	85.0	84.5
2022-10-05	持有	85.0	87.7

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 JakartaSelatan 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。