

華夏 (1305 TT) China General Plastics

中國需求不振，PVC 供需寬鬆格局難以扭轉，將連 2 季陷入虧損

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$20.0

收盤價 (2024/03/14)：NT\$19.1

隱含漲幅：4.7%

營收組成 (2023)

PVC/CM 71.5%、PVC 製品 22.3%、鹼氯產品 6.2%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	20.0	26.5
2024年營收 (NT\$/十億)	12.7	14.5
2024年EPS	-0.1	1.2

交易資料表

市值	NT\$11,070百萬元
外資持股比率	6.8%
董監持股比率	33.1%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$16.06
負債比	42.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	17,637	13,707	12,672	13,182
營業利益	-984	460	-151	45
稅後純益	-370	342	-48	97
EPS (元)	-0.64	0.59	-0.08	0.17
EPS YoY (%)	--	--	--	--
本益比 (倍)	--	32.4	--	114.2
股價淨值比 (倍)	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE (%)	-3.1	3.9	-0.5	1.0
現金殖利率 (%)	1.6%	1.8%	0.0%	0.5%
現金股利 (元)	0.30	0.35	0.00	0.10

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantia.com

洪晨翎

CherylHung@yuantia.com

元大觀點

- 中國內需疲弱，降價競爭，拖累 PVC 價格及利差表現，華夏 4Q23 稅後 EPS 降至-0.07 元，由盈轉虧，獲利欠佳。
- PVC 供需寬鬆格局難以扭轉，1Q24 及 2024 年稅後 EPS 分別大幅下修至-0.06 元及-0.08 元，延續低迷，難有轉機。
- 華夏恐連 2 季陷入虧損，調降評等至持有，目標價調降至 20 元，基於 1.25 倍本淨比與 2024 年底淨值 16.06 元推得。

中國 PVC 開工率高檔，供需寬鬆，PVC 報價受壓

中國內需疲弱，降價競爭，拖累 PVC 價格於 4Q23 修正 14.9%。2024 年以來，PVC 廠商減產因應，加以 EDC 原料成本推升，PVC 價格上漲 5.4%YTD 至 785 美元。展望後市，印度 PVC 需求的基本盤強勁，但印度買家多鎖定便宜貨源，推升 PVC 價格之力道有限，且中國 PVC 開工率維持高檔，產量增加，供需寬鬆恐壓抑 PVC 價格上漲空間，市況不如原先樂觀。

1Q24 及 2024 年獲利各下修至-0.06 元及-0.08 元，由盈轉虧

PVC 市況欠佳，EDC 原料上漲，利差受壓，華夏 4Q23 毛利率驟降 6.8ppt 至 7.2%，稅後 EPS 為-0.07 元(原估 0.26 元)，由盈轉虧。1Q24 以來，中國農曆年假干擾，需求疲弱，1Q24 營收下修 14%至 30.93 億元，季減 4.0%，年減 18.2%，預估毛利率續降至 6.5%，稅後 EPS 為-0.06 元，將連 2 季虧損。展望 2024 年，印度 PVC 進口強勁，但中國需求欠佳，中國 PVC 開工率高檔，供需寬鬆結構難以扭轉，2024 年營收下修 12.7%至 126.72 億元，年減 7.6%，原料端 EDC 價格強勢，壓抑制利差，毛利率下滑 4.5ppt 至 7.7%(原估 15.3%)，稅後 EPS 下修至-0.08 元(原估 1.23 元)。

調降華夏評等至持有，目標價下調至 20 元

對華夏投資建議由買進調降至持有-超越同業，目標價由 26.5 元調降至 20 元。乃考量：1)華夏 4Q23 陷入虧損，獲利低迷。2)1Q24 以來市況依舊低迷，預估 1Q24 稅後 EPS 為-0.06 元，將連 2 季虧損。3)PVC 供需結構寬鬆，展望保守，2024 年營收下修 12.7%，稅後 EPS 大幅下修至-0.08 元(原估 1.23 元)，由盈轉虧等理由，投資建議由買進調降至持有-超越同業，目標價由 26.5 元調降至 20 元，以 2024 年底淨值 16.06 元(原估 17.56 元)給予 1.25 倍本淨比推得。

營運分析

4Q23 稅後 EPS 為-0.07 元，2023 年稅後 EPS 為 0.59 元，不如預期

華夏 4Q23 營收降至 32.22 億元(原估 35.51 億元)，季減 4.3%，年減 8.1%，PVC 價格低迷，出貨疲軟，旺季不旺，低於預期 9.3%。毛利率驟降 6.8ppt 至 7.2%(原估 14.3%)，營業虧損 6,500 萬元(原估營業利益 1.58 億元)，由盈轉虧，不過較 4Q22 虧損 7,400 萬元，虧損略為收斂。業外也有匯損拖累，稅後 EPS 為-0.07 元(原估 0.26 元)，由盈轉虧，不如預期。4Q23 毛利率驟降，乃係 PVC 市況欠佳，PVC 報價滑落，但原料端，巴拿馬運河受阻，美國的 EDC 運往亞洲的量減少，EDC 成本走高，壓縮利差。

2023 年營收 137.07 億元(原估 140.36 億元)，年減 22.3%，低於預期 2.3%，毛利率僅改善 8.4ppt 至 12.2%(原估 13.9%)，營業利益 4.6 億元(原估 6.82 億元)，較 2022 年虧損 9.84 億元改善，但仍低於預期 32.6%，稅後 EPS 回升至 0.59 元(原估 0.92 元)，優於 2022 年-0.64 元，但低於預期 35.9%，年底淨值 16.49 元(原估 16.88 元)。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,507	3,366	3,222	-4.3%	-8.1%	3,551	3,333	-9.3%	-3.3%
營業毛利	262	472	231	-51.0%	-11.7%	506	425	-54.3%	-45.5%
營業利益	-74	143	-65	--	--	158	122	--	--
稅前利益	-83	188	-115	--	--	205	135	--	--
稅後淨利	-52	147	-39	--	--	153	95	--	--
調整後 EPS (元)	-0.09	0.25	-0.07	--	--	0.26	0.17	--	--
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	7.5%	14.0%	7.2%	-6.8	-0.3	14.3%	12.7%	-7.1	-5.5
營業利益率	-2.1%	4.3%	-2.0%	-6.3	0.1	4.4%	3.7%	-6.4	-5.7
稅後純益率	-1.5%	4.4%	-1.0%	-5.4	0.5	4.6%	2.8%	-5.6	-3.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

PVC 市況不佳，1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修至-0.06 元及-0.08 元

展望 1Q24，由於中國農曆年假干擾，需求疲弱，PVC 價格低檔整理，出貨疲軟，華夏 2 月營收降至 8.55 億元，月減 20%，年減 36.2%，累積前 2 個月營收合計 19.23 億元，年減 26.5%，營收表現欠佳。3 月工作天數回升，有利營收回溫，但整體復甦步伐仍遲緩，預估 1Q24 營收下修 14%至 30.93 億元(原估 35.95 億元)，季減 4.0%，年減 18.2%，開工率偏低，且原料 EDC 價格盤堅，但 PVC 市況不振，漲勢落後，利差萎縮，預估毛利率續降至 6.5%(原估 15.5%)，營業虧損 7,100 萬元(原估獲利 2.31 億元)，虧損擴大，不過業外少了匯損拖累，稅後 EPS 為-0.06 元(原估 0.32 元)，較 4Q23 虧損略為收斂，但遠低於 1Q23 之 0.4 元。PVC 供需偏弱格局恐延續至 2Q24，華夏營運能平淡，預估 2Q24 營收下修 12.3%至 32.32 億元(原估 36.85 億元)，季增 4.5%，年減 3.2%，毛利率回升至 8%(原估 15.25%)，營業虧損收斂至 2,400 萬元(原估獲利 2.31 億元)，稅後 EPS 為-0.01 元(原估 0.32 元)，虧損收斂。展望 2024 年，印度 PVC 需求依舊成長可期，但中國需求不振，展望不明，產能外溢，導致 PVC 價格積弱，低檔整理，壓抑華夏營運表現，預估 2024 年營收 126.72 億元(原估 145.17 億元)，年減 7.6%，下修 12.7%，原料端 EDC 價格強勢，PVC 利差持續受壓抑，預估毛利率下滑 4.5ppt 至 7.7%(原估 15.3%)，營業虧損 1.51 億元(原估獲利 8.81 億元)，遠不如 2023 年獲利 4.6 億元，稅後 EPS 下修至-0.08 元(原估 1.23 元)，年底淨值降至 16.06 元(原估 17.56 元)。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

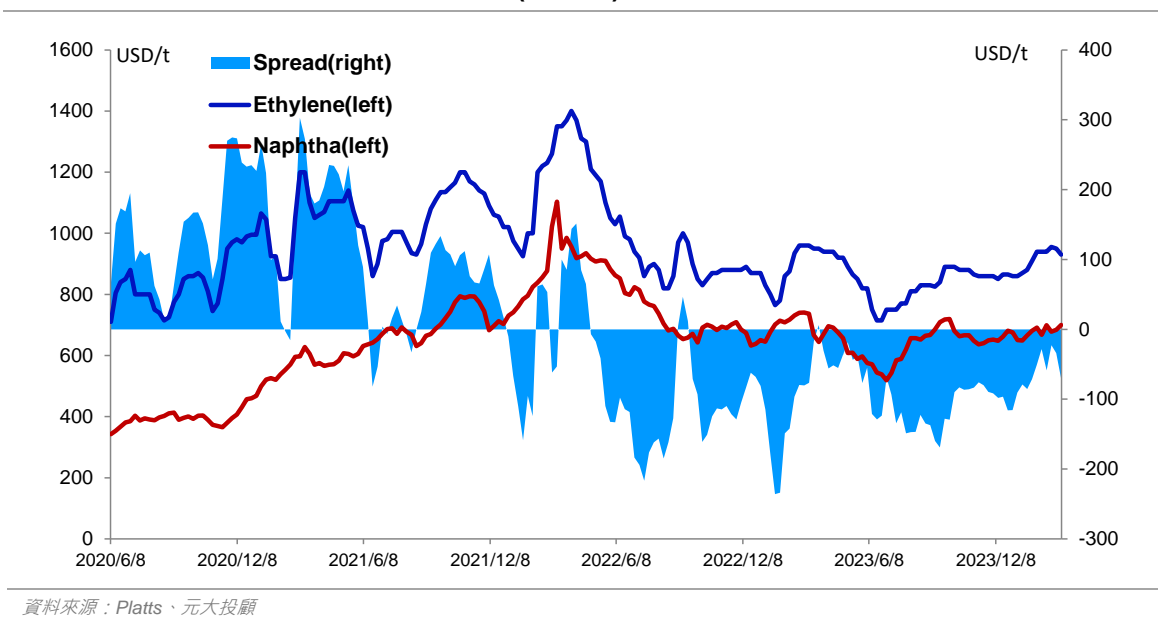
(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,780	3,222	3,093	-4.0%	-18.2%	3,595	3,495	-14.0%	-11.5%
營業毛利	700	231	201	-13.0%	-71.3%	557	486	-63.9%	-58.6%
營業利益	378	-65	-71	--	--	231	239	--	--
稅前利益	360	-115	-54	--	--	249	221	--	--
稅後淨利	232	-39	-35	--	--	185	157	--	--
調整後 EPS (元)	0.40	-0.07	-0.06	--	--	0.32	0.27	--	--
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	18.5%	7.2%	6.5%	-0.7	-12.0	15.5%	13.9%	-9.0	-7.4
營業利益率	10.0%	-2.0%	-2.3%	-0.3	-12.3	6.4%	6.8%	-8.7	-9.1
稅後純益率	6.2%	-1.0%	-1.2%	-0.2	-7.4	5.5%	4.5%	-6.7	-5.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

乙烯價格於 2H23 先揚後抑，預期將呈現整理格局

原料乙烯行情方面，2023 年初中國解封後的經濟復甦預期之下，乙烯價格於 1Q23 一度上漲至 3 月上旬的 960 美元，不過 2Q23 中國經濟復甦不如預期，乙烯下游衍生物需求普遍不振，加上乙烯新增產能投放，供需寬鬆，導致乙烯價格反轉下挫，一路盤跌至 6 月下旬 715 美元，波段跌幅 25.5%，也跌至 2020 年 6 月上旬以來的新低點，走勢疲弱不振，乙烯利差陷入虧損，裂解廠也相繼減產，降低開工率，以減少損失。3Q23 在油價反彈，成本推升之下，乙烯價格於 9 月下旬反彈回升至 890 美元，波段漲幅 20.3%，不過中國需求依舊不振，4Q23 以來乙烯價格盤跌至 850 美元落底後，略為反彈至年底 865 美元，累積 4Q23 下跌 2.8%。2024 年以來，亞洲區裂解廠降低開工率，且紅海危機及巴拿馬運河乾旱導致海運受阻，遠洋貨交貨期拉長，供給減少，而補庫存需求支撐，提振乙烯價格一度盤堅至 2 月底 955 美元，一度上漲 10.4%，不過近 2 周報價回落至 930 美元，累積上漲 7.5%YTD。展望後市，由於中國乙烯新增產能持續投放，美國乙烯出口能力提升，供給寬鬆，不過裂解廠也進行減產以降低損失，預期乙烯價格將呈現整理格局，反彈空間受壓抑。

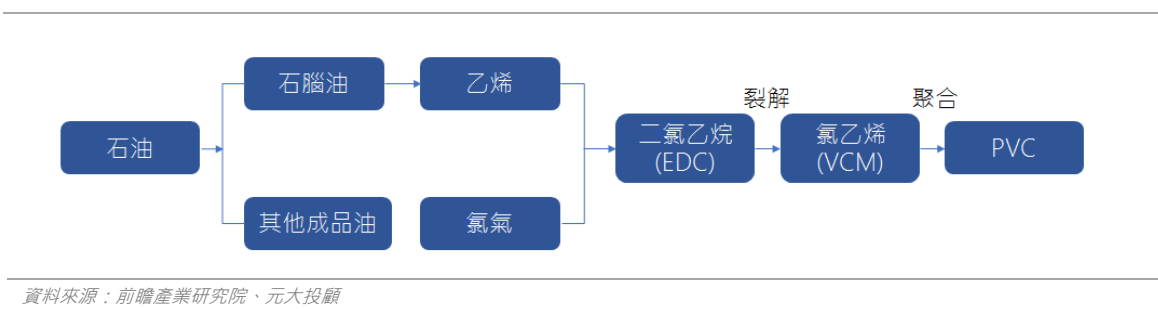
圖 3：乙烯及石油腦現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



EDC 價格於 2H23 盤堅至 1Q24，後市預期將處於整理格局

原料 EDC 行情走勢方面，2023 年以來全球燒鹼價格下挫，鹼氣廠開工率降低，加上 EDC 廠商進行歲修，EDC 供應偏緊，推升 EDC 價格於 1H23 持續走高至 6 月下旬的 330 美元，上漲 32.0%。3Q23 以來，美國 EDC 廠商復產，供給增加，且 VCM 廠商歲修，EDC 需求減緩，拖累 EDC 價格反轉滑落至 8 月初的 250 美元，波段跌幅達 24.2%。8 月中旬過後，VCM 廠歲修結束，開工率回升，提振 EDC 消耗量，EDC 價格隨之落底回穩，加上紅海危機及巴拿馬運河乾旱，海運受阻，亞洲 EDC 到貨稀缺，推動 EDC 一路盤堅至 2023 年底 330 美元，波段漲幅約 32%。2024 年以來，EDC 價格延續上漲至 2 月底 360 美元，上漲 9.1%，上週價格小回檔至 350 美元。展望後市，由於中東 EDC 廠商生產逐漸恢復，且國際鹼價落底回升，鹼氣廠開工率提高，EDC 可望增產，有機會壓抑 EDC 續漲力道，預期 EDC 價格將於 330-360 美元區間整理。

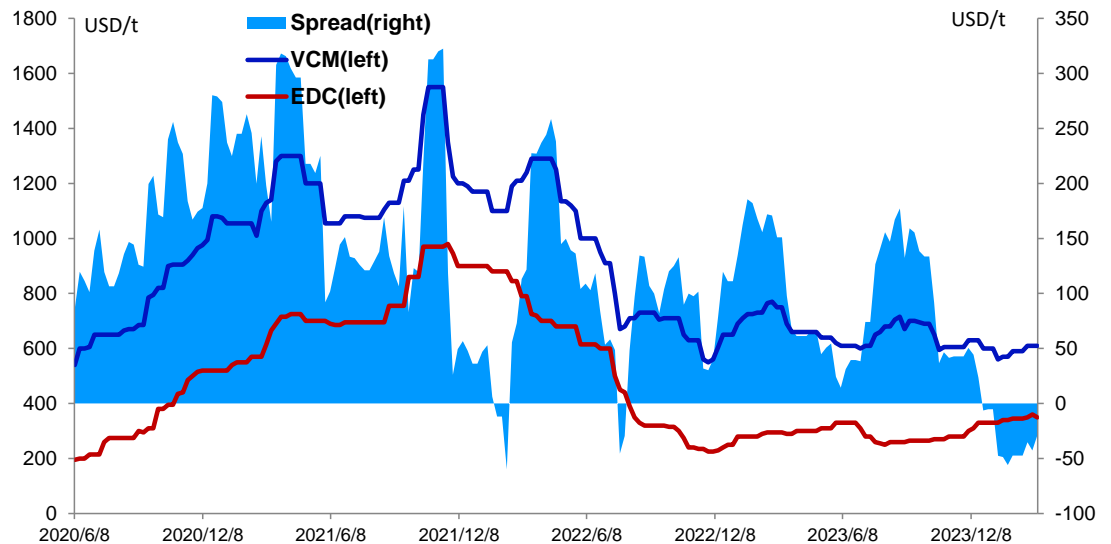
圖 4：PVC 乙烯法製造步驟



VCM 價格偏弱，預期將於 600 美元築底整理

VCM 價格趨勢，2023 年初中國解封後的經濟復甦預期之下，中國 VCM 進口大增，加上亞太地區 VCM 廠歲修及非計畫性停車，供給偏緊，VCM 報價於 1Q23 一度上漲至 2 月底 770 美元的波段高點，上漲 18.5%。不過 PVC 市況疲軟，VCM 需求降低，VCM 報價逐步滑落至 2023 年 7 月初 600 美元，波段跌幅 22.1%。3Q23 以來 VCM 廠歲修較密集，開工率降低，VCM 產量減少，則激勵 VCM 報價反彈至 8 月底的 715 美元，波段漲幅 19.2%。惟中國需求不如預期，PVC 走跌，也拖累 VCM 價格再次回落至 2023 年底 600 美元，波動較為震盪，累積 4Q23 下跌 13.7%。2024 年以來，PVC 市況低迷，VCM 需求也平淡，EDC 價格處於整理格局，3 月初價格為 610 美元，小漲 1.7%YTD。展望後市，亞洲 VCM 廠延長歲修，減少 VCM 產出，中國政府救市措施推出，預期可誘發出 PVC 剛性需求，也將提振 VCM 買盤，預期 VCM 價格可於 600 美元築底整理，伺機反彈。

圖 5：VCM 及 EDC 現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)

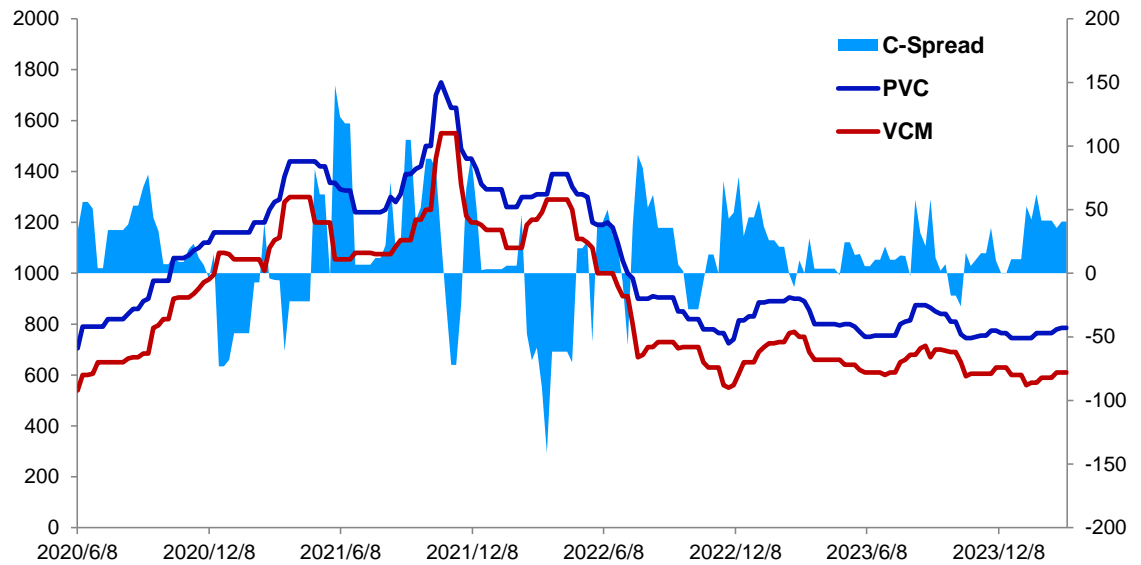


資料來源：Platts、元大投顧預估

PVC 報價 2H23 盤跌，1Q24 回穩，惟中國開工率高檔將抑制漲幅

PVC 價格走勢方面，2023 年初中國解封後的經濟復甦預期之下，中國 PVC 買氣增溫，搭配印度需求穩健，PVC 進口創高，東南亞及中東 PVC 買盤也轉佳，推動 PVC 報價一度上漲至 2023 年 2 月下旬的 905 美元波段高點，上漲 9.0%。不過中國需求疲弱，印度、東南亞及中東市場買納也漸飽和，買氣轉弱，PVC 報價反轉下挫，盤跌走低至 2023 年 6 月上旬 750 美元，波段跌幅 17.1%。3Q23 亞洲 PVC 廠商歲修密集，亞洲 PVC 供給偏緊，而信越在美國德州的 PVC 產線 145 萬噸產能，則因 VCM 缺料而減產，整體 PVC 供給減少，搭配印度及東南亞 PVC 回補庫存買盤浮現，供需趨緊，推升 PVC 報價彈升至 8 月下旬的 875 美元，波段漲幅 16.7%。惟 9 月以來，中國經濟復甦疲弱，PVC 內需不振，大陸 PVC 廠商轉為外銷去化產量，降價競爭，讓印度買盤陷入觀望，買氣停歇，旺季不旺，拖累 PVC 價格啟動另一波修正循環，一路下跌震盪盤跌至 2023 年底 745 美元，波段跌幅 14.9%，跌破 2023 年中低點。進入 2024 年，由於 PVC 價格已經跌至廠商的成本價，不願意再降價競爭，亞洲 PVC 廠商排定計畫性歲修，減產因應，美國亦有 PVC 廠商停車預防寒害，產出滑落，抵銷中國 PVC 開工率維持高檔，PVC 產量增加的利空，加以 EDC 原料上漲的成本推升，PVC 價格盤漲至 785 美元，上漲 5.4%YTD。展望後市，印度 PVC 進口暢旺，2023 年 PVC 進口量 280 萬噸，年增 67%，遠超過往年印度一年的進口規模，顯示印度 PVC 需求的基本盤強勁，2024 年 PVC 進口量亦可維持高檔，不過印度買家多鎖定較便宜貨源，對於 PVC 價格推升力道有限，至於中國官方刺激經濟及房市措施，提振 PVC 需求的效果則需再觀察，且中國 PVC 開工率持續維持高檔，供給增加，恐壓抑 PVC 價格上漲空間，看法不如原先樂觀。

圖 6：PVC 及 VCM 現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧預估

華夏為乙烯法 PVC 生產商，產品以外銷為主

華夏成立於 1964 年 2 月，為乙烯法 PVC 製造商(原料為乙烯及 VCM)，有兩座 PVC 生產基地，年產能合計 40 萬噸，其中頭份廠(設立於 1964 年 2 月)年產能 20 萬噸，林園廠(設立於 2009 年 5 月)年產能 20 萬噸，而頭份廠及林園廠開工率都是 100%。另華夏持有 87% 股權的子公司台氯(設立於 1970 年 1 月)是原料 VCM 製造商(VCM 的原料為 EDC，供應商包括台塑及進口)，年產能 45 萬噸，開工率 100%。

華夏各產品銷售市場分布，VCM 一個月產量約 3.5 萬噸，其中自用比例達 92%，其餘 8% 則為外銷。PVC 也是以外銷為主，佔比達 78%，內銷佔比約 12%，剩下 10% 則為提供公司本身下游 PVC 塑料加工製品自用，PVC 外銷地區包括印度、孟加拉、東南亞、中東、南美洲及非洲等地區。

PVC 製品，建材內銷，膠布及膠皮則外銷歐美

PVC 塑料加工產品，可分為建材產品，膠布及膠皮等三類。建材產品 100% 內銷，與台灣房市及公共建設景氣連動，PVC 管材在台灣內銷市佔率約為 18%。膠布產品 55% 內銷台灣市場，台灣內銷市佔率約 21%，剩下 45% 為外銷，外銷地區包括美洲、歐洲、澳洲、南非、俄羅斯、日本、大陸、越南、孟加拉及東南亞等。膠皮產品約 40% 內銷台灣市場，台灣內銷市佔率約 28%，剩下 60% 為外銷，外銷地區主要為北美、歐洲、澳洲、日本、大陸、馬來西亞及印度等。

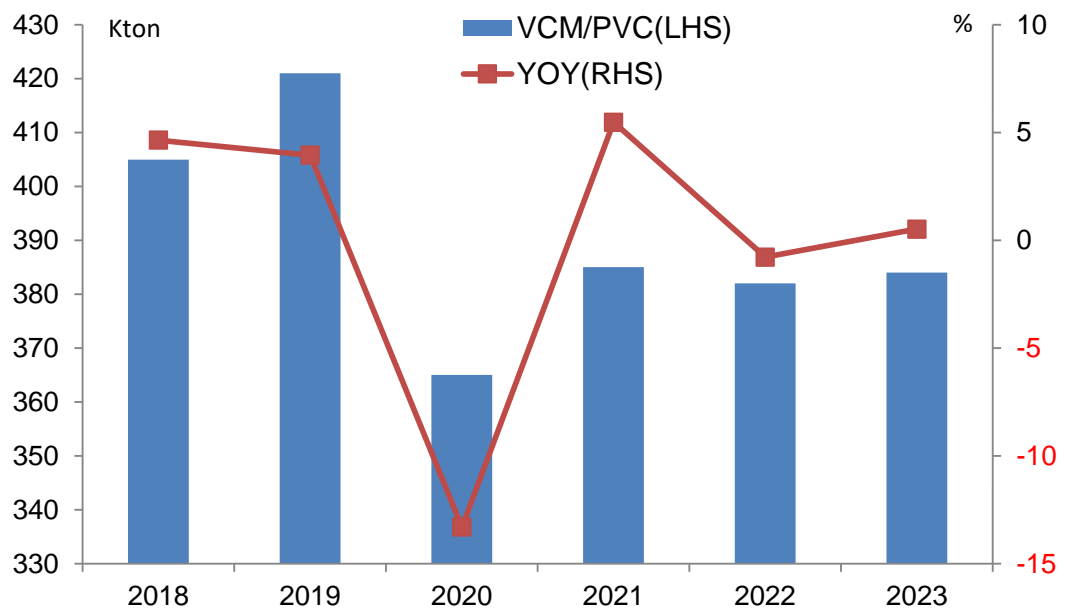
華夏營收佔比以 PVC/VCM 為主，超過 70%

近 2 年營收分布，PVC/VCM 佔比由 2021 年 75.8% 降至 2022 年 72.9%，PVC 製品佔比則由 21.0% 略增至 21.1%，鹼氯產品佔比由 3.2% 躍升至 6.0%，乃因 2022 年初烏俄戰爭爆發，能源成本上揚，使得高耗能的燒鹼及鹽酸供應緊張，鹼氯價格大漲帶動所致。2023 年營收分布，PVC/VCM 佔比 71.5%，PVC 製品佔比 22.3%，鹼氯產品佔比 6.2%，與 2022 年分布大致相近，變化不大。

受疫情干擾，華夏近 2 年出貨量尚未恢復到疫情前水準

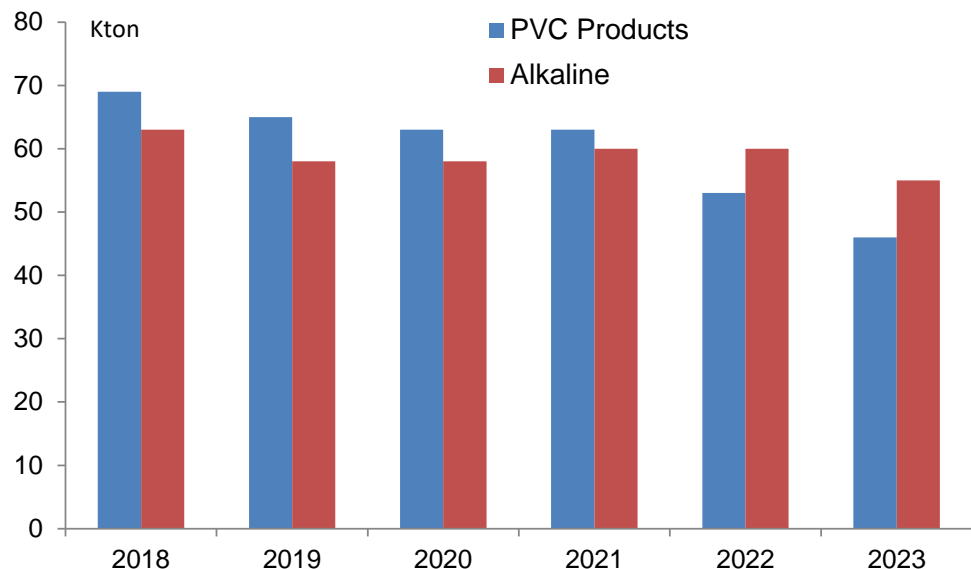
近幾年華夏各產品銷售狀況，疫情干擾導致銷售量波動較大，2019 年之前 VCM/PVC 出貨量合計均有達到 40 萬噸以上，2020 年疫情爆發後，全年出貨量降至 36.5 萬噸，年減 13.3%，2021 年市場復甦帶動下，VCM/PVC 出貨量回升至 38.5 萬噸，年增 5.5%，2022 年則略降至 38.2 萬噸，年減 0.8%，出貨規模尚未能恢復到疫情前水準。至於 PVC 製品近幾年則呈現逐年遞減格局，2020 年至 2022 年維持在 6.3 萬噸，鹼氣產品(Alkaline)出貨表現相對平穩，多維持在 6 萬噸上下波動。總出貨量方面，疫情前的 2019 年總出貨量一度達到 54.4 萬噸的高峰，不過 2020 年回落至 48.6 萬噸，年減 10.7%，2021 年一度回升至 50.8 萬噸，年增 4.5%，但 2022 年再降至 49.5 萬噸，年減 2.6%，2023 年總出貨量 48.5 萬噸，年減 2%，尚未恢復到疫情前水準。

圖 7：華夏 VCM/PVC 出貨量趨勢圖



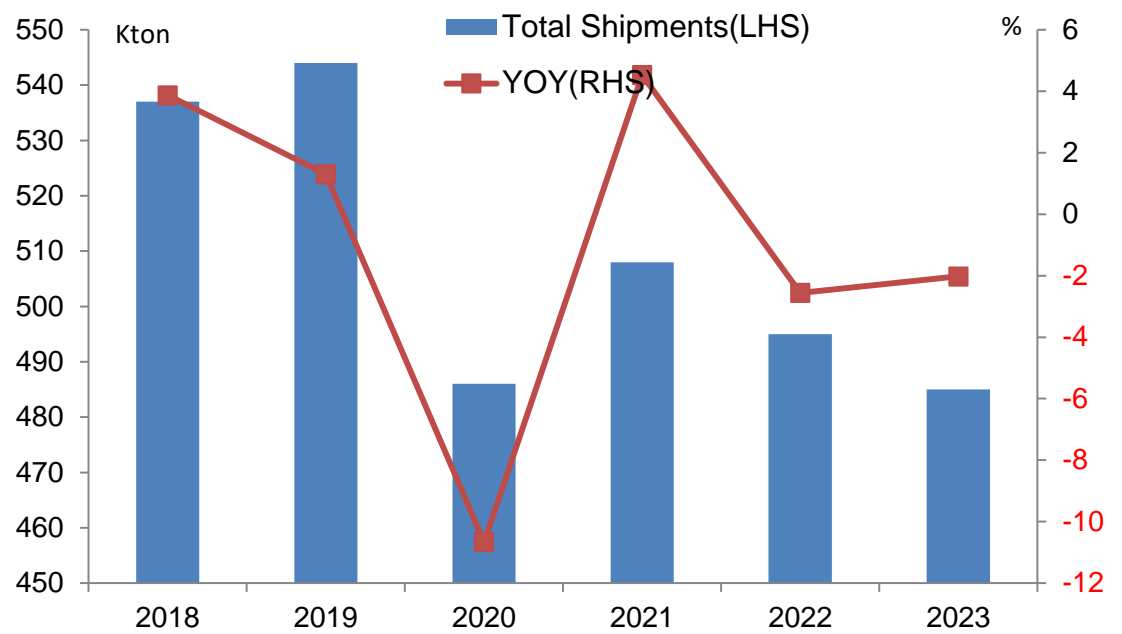
資料來源：公司資料、元大投顧

8：華夏 PVC 製品及鹼氣產品出貨量趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：華夏 PVC 總出貨量趨勢圖

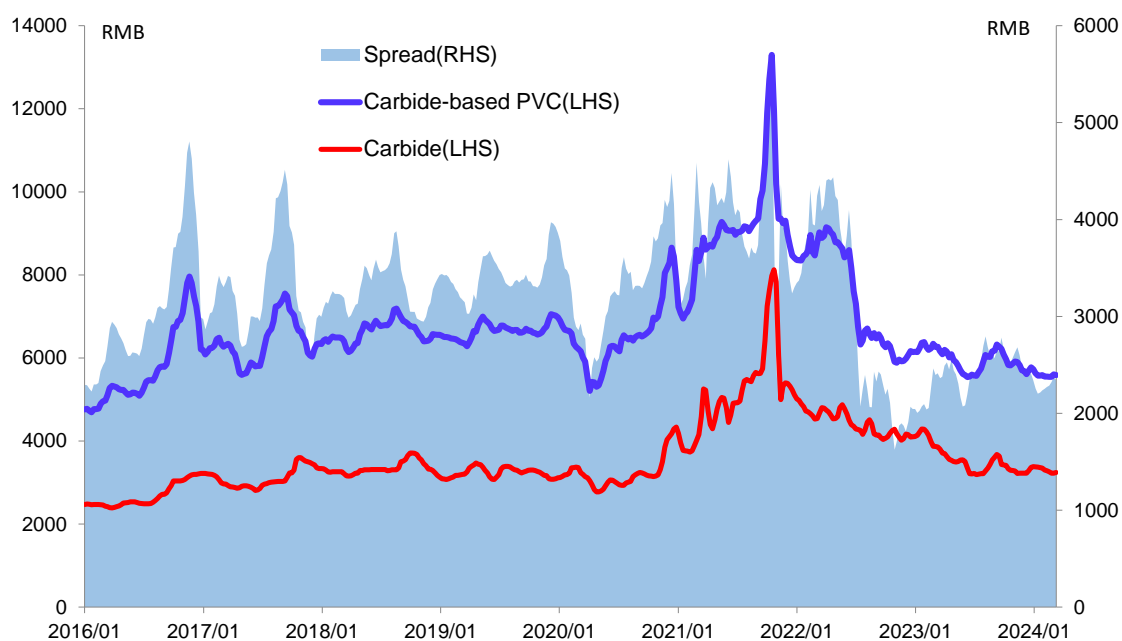


資料來源：公司資料、元大投顧

PVC 兩大生產工藝，電石法及乙烯法，電石法為高耗能高污染製程

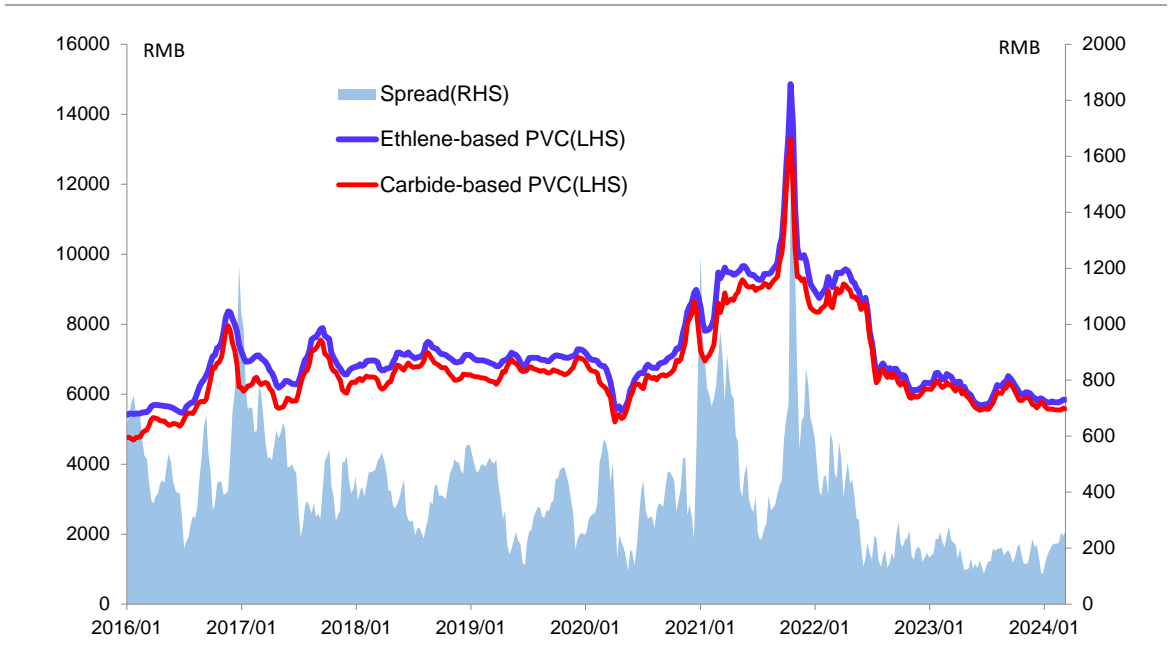
PVC 生產有兩大生產工藝，電石法及乙烯法，中國的 PVC 廠商多採用電石法，乃因中國石油及天然氣資源匱乏，但煤炭及電石蘊藏豐富，具備生產電石法 PVC 的優勢，而全球其他國家則採用石油或天然氣體系的乙烯法 PVC 為主。電石法 PVC 的原料為煤炭及石灰石等，生產路徑為煤炭及石灰石生產出電石，電石雨水作用生成乙炔，而鹽電解產出氯化氫之後，氯化氫與乙炔反應生成 VCM 單體(氯乙烯)，經過聚合反應生產 PVC (聚氯乙烯)。中間包括電石生產及電解製程，都是高耗能的生產流程，也會大量排放二氧化碳，因此電石法 PVC 是屬於不環保的高耗能高污染生產工藝。至於乙烯法 PVC 的原料則是乙烯，生產出二氯乙烷後，經過熱裂解產出 VCM 單體，再經過聚合反應生產 PVC (聚氯乙烯)。乙烯來源可包括石油或天然氣，以及煤製烯烴等。乙烯法 PVC 生產過程中，能源消耗較小，純度較高，質量穩定。

圖 10：中國電石法 PVC 及電石價格及利差趨勢圖 (人民幣/噸)



資料來源：Wind、元大投顧預估

圖 11：中國乙烯法 PVC 及電石法 PVC 價格及價差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Wind、元大投顧預估

中國以電石法 PVC 產能為主，碳達峰碳中和政策下將可抑制電石法產能

目前中國 PVC 產能約 2,772 萬噸，電石法 PVC 產能 2,105 萬噸，佔比 75.9%，較 2018 年下降 6.85%，乙烯法 PVC 產能在 667 萬噸，佔比約 24.1%，較 2018 年增加約 6.85%。中國官方推出碳達峰碳中和標準體系建設指南，要求 2025 年將制定不少於 1,000 項國家標準及行業標準，重點行業和產品能耗效率指標穩步提升，將涉及鋼鐵、石化、化工、建材、煤炭及有色金屬等產業，實現 2030 年碳達峰，2060 年碳中和的目標。節能減碳趨勢下，高耗能高污染的電石法 PVC 產能將面臨較嚴格產能節制的政策壓力，PVC 產能可受控，乙烯法 PVC 廠商營運將可受惠，展望正面。

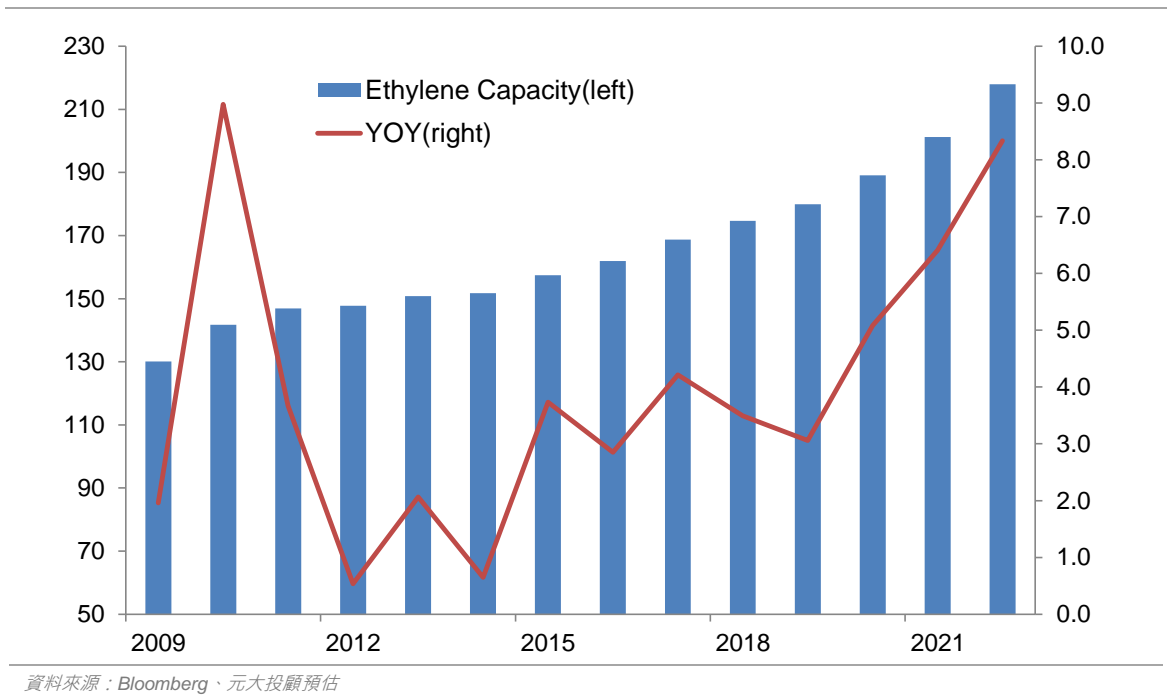
PVC 下游應用與房地產及基礎建設連動性高，關注印度 PVC 市場成長

PVC 的下游應用分布在日常消費的各領域，其中以管材、管件是 PVC 最大消費量的應用，用量佔比達 36%，型材、門窗是 PVC 第二大消費應用，佔比約 14%。其他應用領域還包括地板、牆板等板材、薄膜等領域，因此 PVC 製品多用於建築材料，PVC 需求與房地產景氣，以及政府推動基礎建設政策息息相關。目前全球主要品牌的代工生產據點也逐漸往印度移動，印度政府迫切需要推動基礎建設以滿足製造業廠房興建及交通運輸需求，衍生出的 PVC 消費成長趨勢確立，印度成為各 PVC 廠商必須競逐的市場，需持續觀察印度 PVC 市場發展。

中東、中國及美國新產能投放，全球乙烯產能逐年擴張

過去 10 年全球乙烯產能逐年提升，新增產能集中在中東、中國及美國，而西歐、日本及南韓的產能擴張處於停滯狀態，僅部分韓國及泰國廠商進行去瓶頸的產能小幅提升。中東地區具備豐富乙烷天然資源，以乙烷入料的乙烯裂解新增產能為主，沙烏地阿拉伯及伊朗擴張較積極。中國的乙烯產能擴張包括煤製烯烴產能、三桶油(中石化、中石油及中海油)以石油腦入料的乙烯產能相繼投放，美國則以頁岩氣入料的乙烯產能於 2017 年大量投放，帶動全球平均每一年新增超過 500 萬噸乙烯產能。

圖 12：全球乙烯產能擴張趨勢圖 (百萬噸)



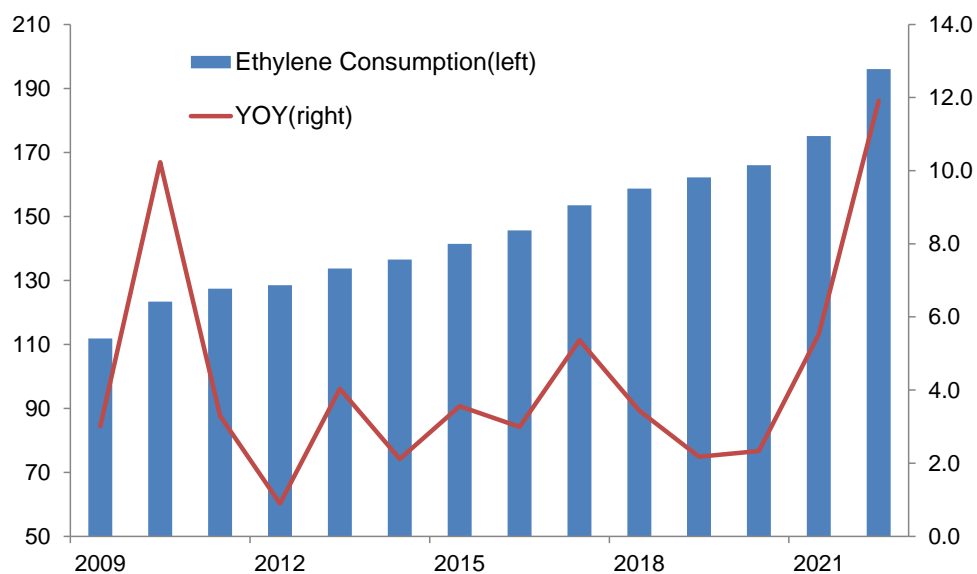
中國煉化一體產能於 2020 年至 2022 年為投放高峰

2020 年至 2022 年，中國煉化一體的民營石化企業的石油腦入料乙烯產能進入投產高峰，包括恆力石化、浙江石化、盛虹連雲港、古雷石化、鎮海煉化，以及中石油揭陽廣東石化等企業，搭配北美的乙烷裂解的產能陸續開出，每一年新增產能達 1,000 萬噸以上，2022 年底全球乙烯產能提升至 2.18 億噸，成長 8.33% YoY，其中中國乙烯產能提升至 4,675 萬噸，超過美國的 4,330 萬噸，躍居全球最大乙烯生產國。2022 年底全球乙烯產能分布，亞洲佔比提升至 42% (其中中國佔比約 21.4%)，北美佔比 23% (其中美國佔比約 19.9%)，中東 16%，歐洲佔比降至 12%，拉美 3%，俄羅斯 3%，非洲 1%。

中國、中東及俄羅斯仍有乙烯產能投資計畫，乙烯供需寬鬆

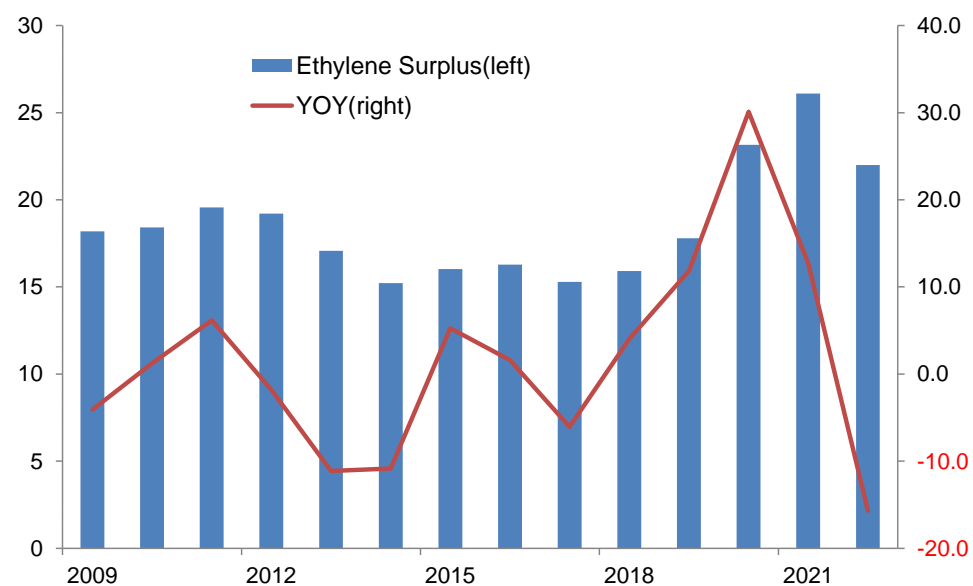
展望未來，中國乙烯產能因煉化一體化、煤制烯烴、乙烷裂解等裝置的投資計畫持續推進，2026 年前規劃投產的乙烯產能超過 2,000 萬噸，預計 2026 年中國乙烯產能將提升至 7,000 萬噸。北美地區在 2026 年前較沒有乙烯產能擴張計畫，產能增速較緩，只剩下中東地區及俄羅斯仍有建設大型乙烯裂解裝置的計畫，預估 2026 年全球乙烯產能將提升至 2.5 億噸。另一方面，觀察過去幾年全球乙烯消費趨勢，2022 年乙烯消費量提升至 1.96 億噸，年增 11.9%，較 2021 年增加約 2,000 萬噸，是近幾年乙烯消費成長最快的一個年度，乃疫後解封推動全球實體消費大幅擴張所帶動，但其中也包括 2020 年至 2021 年海運塞港，運輸中斷，全球製造業避免供應鏈中斷而重複下單而暴增的假性需求。若以過去 5 年平均乙烯新增消費量約 850 萬噸，低於過去 5 年平均乙烯產能擴張的 985 萬噸，乙烯供需格局寬鬆，是造成近幾年乙烯價格積弱不振的主因。

圖 13：全球乙烯消費成長趨勢圖 (百萬噸)



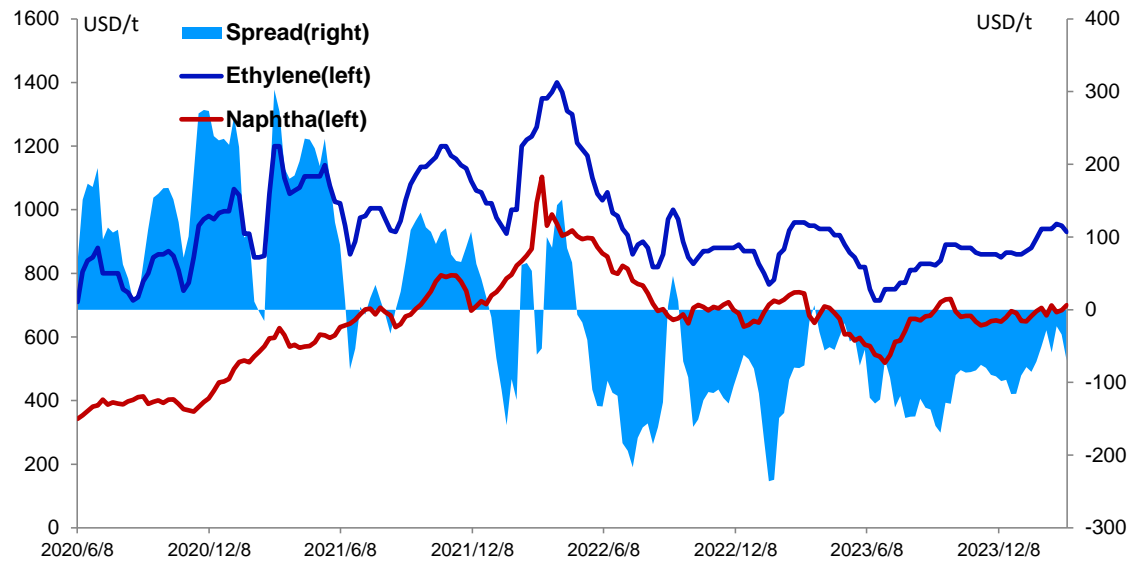
資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 14：全球乙烯產能過剩量趨勢圖 (百萬噸)



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 15：乙烯及石油腦現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧預估

乙烯供需寬鬆格局將延續至 2025-2026 年，乙烯價格將受抑制

由於未來幾年全球持續有新增乙烯產能將投產，在需求增長幅度低於產能擴張幅度下，預期乙烯供需寬鬆格局恐延續至 2025 年至 2026 年，乙烯價格將持續受抑制。乙烯下游的衍生物包括 EVA、EG、SM 及 PVC 等產品線，來自乙烯的成本壓力減輕，不過近幾年乙烯衍生物產能也都是同步擴張，需觀察相對應的需求是否可同步成長，若供需結構相對健康，受惠乙烯產能擴張的成本優勢將可顯現。

PVC 供需欠佳，利差受壓，將連兩季度陷入虧損，調降至持有

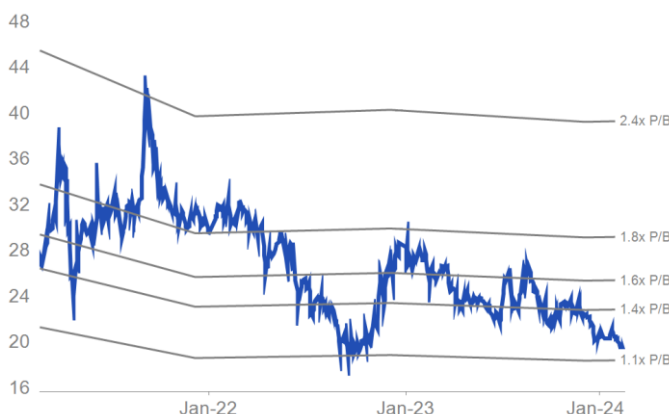
對華夏投資建議由買進調降至持有-超越同業，目標價由 26.5 元調降至 20 元。乃考量：1) PVC 市況欠佳，報價滑落，海運受阻，EDC 運往亞洲的量減少，EDC 成本走高，壓縮利差，造成華夏 4Q23 毛利率驟降 6.8ppt 至 7.2%，營業虧損 6,500 萬元，稅後 EPS 為-0.07 元(原估 0.26 元)，由盈轉虧，獲利欠佳。2)1Q24 以來，中國農曆年假干擾，需求疲弱，出貨疲軟，華夏 2 月營收降至 8.55 億元，月減 20%，年減 36.2%，累積前 2 個月營收合計 19.23 億元，年減 26.5%，營收表現欠佳，預估 1Q24 營收下修 14%至 30.93 億元，季減 4.0%，年減 18.2%，PVC 利差萎縮，預估毛利率續降至 6.5%，營業虧損 7,100 萬元，稅後 EPS 為-0.06 元，將是連 2 季度虧損。3)展望 2024 年，儘管印度 PVC 進口需求強勁，但中國需求欠佳，中國 PVC 開工率高檔，PVC 供需結構不佳，預估 2024 年營收下修 12.7%至 126.72 億元，年減 7.6%，原料端 EDC 價格強勢，PVC 利差受壓，不如預期，毛利率下滑 4.5ppt 至 7.7%(原估 15.3%)，稅後 EPS 下修至-0.08 元(原估 1.23 元)，也遠不如 2023 年 0.59 元，獲利欠佳等理由，投資建議由買進調降至持有-超越同業，目標價由 26.5 元調降至 20 元，以 2024 年底淨值 16.06 元(原估 17.56 元)給予 1.25 倍本淨比推得。

圖 16：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	13,707	14,036	12,672	14,517	-2.3%	-12.7%
營業毛利	1,677	1,952	976	2,214	-14.1%	-55.9%
營業利益	460	682	-151	881	-32.6%	-117.1%
稅前利益	467	787	-72	964	-40.7%	-107.5%
稅後淨利	342	533	-48	717	-35.9%	-106.7%
調整後 EPS (元)	0.59	0.92	-0.08	1.23	-35.9%	-106.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	12.2%	13.9%	7.7%	15.3%	-1.7	-7.6
營業利益率	3.4%	4.9%	-1.2%	6.1%	-1.5	-7.3
稅後純益率	2.9%	4.2%	-0.4%	5.3%	-1.3	-5.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 18：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
華夏	1305 TT	持有-超越同業	19.1	357	(0.64)	0.59	(0.08)	--	32.4	--	--	--	--
國外同業													
中石化	600028 SS	未評等	10.6	13,363	0.3	0.2	0.6	32.2	66.4	16.8	(74.8)	(51.5)	295.9
榮盛石化	002493 SZ	未評等	6.2	91,544	0.5	0.6	0.6	11.3	10.6	9.9	(6.7)	6.8	6.8
恒力石化	600346 SS	未評等	12.9	11,536	0.3	1.1	1.5	39.1	11.8	8.7	(85.1)	232.5	34.5
樂天化學	011170 KS	未評等	122,000.0	4,208	1,716.4	1,066.1	9,362.9	71.1	114.4	13.0	(95.4)	(37.9)	778.2
LG 化學	051910 KS	未評等	440,000.0	24,662	23,361	23,783	36,994	18.8	18.5	11.9	(46.0)	1.8	55.5
國外同業平均								34.5	44.3	12.1	(61.6)	30.4	234.2
國內同業													
台塑	1301 TT	買進	69.3	14,734	5.7	2.1	3.2	12.2	33.3	21.6	(49.3)	(63.4)	54.2
南亞	1303 TT	持有-超越同業	56.4	15,505	4.0	1.6	3.0	13.9	34.9	18.5	(60.5)	(60.1)	88.2
台聚	1304 TT	買進	17.1	698	1.3	0.2	0.4	13.1	95.0	40.7	(70.0)	(86.2)	133.3
國喬	1312 TT	持有-落後同業	13.5	528	(0.5)	(0.8)	0.7	--	--	20.6	--	--	--
中石化	1314 TT	未評等	55.9	10,418	1.3	1.6	1.2	44.5	34.4	45.8	(80.8)	29.6	(25.0)
台化	1326 TT	持有-超越同業	71.2	21,567	1.5	2.6	2.9	47.2	27.2	24.2	(70.9)	73.4	12.3
台塑化	6505 TT	持有-超越同業	69.3	14,734	5.7	2.1	3.2	12.2	33.3	21.6	(49.3)	(63.4)	54.2
國內同業平均					2.2	1.2	1.9	26.2	45.0	28.6	(73.4)	(21.3)	52.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 19：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
華夏	1305 TT	持有-超越同業	19.1	357	(3.1)	3.9	(0.5)	16.26	16.49	16.06	1.2	1.2	1.2
國外同業													
中石化	600028 SS	未評等	10.6	13,363	7.0	3.2	12.1	4.7	4.7	5.2	2.3	2.3	2.0
榮盛石化	002493 SZ	未評等	6.2	91,544	8.5	8.8	9.1	6.5	6.8	7.0	1.0	0.9	0.9
恒力石化	600346 SS	未評等	12.9	11,536	16.3	13.3	15.9	7.5	8.3	9.3	1.7	1.5	1.4
樂天化學	011170 KS	未評等	122,000.0	4,208	0.4	0.2	2.5	402,551	359,315	359,401	0.3	0.3	0.3
LG 化學	051910 KS	未評等	440,000.0	24,662	16.7	5.7	8.4	403,497	438,763	468,774	1.1	1.0	0.9
國外同業平均					9.8	6.2	9.6				1.3	1.2	1.1
國內同業													
台塑	1301 TT	買進	69.3	14,734	9.5	3.8	6.3	56.2	55.1	57.4	1.2	1.3	1.2
南亞	1303 TT	持有-超越同業	56.4	15,505	8.1	3.8	6.5	47.3	47.8	49.5	1.2	1.2	1.1
台聚	1304 TT	買進	17.1	698	(0.1)	(1.3)	1.3	20.6	20.1	20.4	0.8	0.8	0.8
國喬	1312 TT	持有-落後同業	13.5	528	(1.2)	--	--	35.4	33.8	34.5	0.4	0.4	0.4
中石化	1314 TT	未評等	55.9	10,418	2.3	2.0	2.1	55.6	57.9	56.3	1.0	1.0	1.0
台化	1326 TT	持有-超越同業	71.2	21,567	4.2	6.6	8.2	32.8	35.3	35.3	2.2	2.0	2.0
台塑化	6505 TT	持有-超越同業	69.3	14,734	9.5	3.8	6.3	56.2	55.1	57.4	1.2	1.3	1.2
國內同業平均					3.8	3.0	4.9	41.3	41.7	42.2	1.1	1.1	1.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 20：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	3,780	3,340	3,366	3,222	3,093	3,232	3,119	3,228	13,707	12,672
銷貨成本	(3,080)	(3,066)	(2,894)	(2,991)	(2,892)	(2,973)	(2,877)	(2,954)	(12,031)	(11,696)
營業毛利	700	274	472	231	201	259	242	274	1,677	976
營業費用	(322)	(271)	(328)	(296)	(272)	(283)	(284)	(288)	(1,217)	(1,127)
營業利益	378	4	143	(65)	(71)	(24)	(42)	(14)	460	(151)
業外利益	(18)	31	44	(50)	17	18	21	24	7	79
稅前純益	360	34	188	(115)	(54)	(6)	(21)	10	467	(72)
所得稅費用	(106)	(14)	(36)	83	16	2	5	(2)	(73)	21
少數股東權益	22	19	5	6	(3)	0	(1)	1	52	(4)
歸屬母公司稅後純益	232	1	147	(39)	(35)	(4)	(15)	7	342	(48)
調整後每股盈餘(NT\$)	0.40	0.0	0.25	(0.07)	(0.06)	(0.01)	(0.03)	0.01	0.59	(0.08)
調整後加權平均股數(百萬股)	581	581	581	581	581	581	581	581	581	581
重要比率										
營業毛利率	18.5%	8.2%	14.0%	7.2%	6.5%	8.0%	7.8%	8.5%	12.2%	7.7%
營業利益率	10.0%	0.1%	4.3%	-2.0%	-2.3%	-0.8%	-1.4%	-0.4%	3.4%	-1.2%
稅前純益率	9.5%	1.0%	5.6%	-3.6%	-1.8%	-0.2%	-0.7%	0.3%	3.4%	-0.6%
稅後純益率	6.2%	0.0%	4.4%	-1.0%	-1.2%	-0.1%	-0.5%	0.2%	2.9%	-0.4%
有效所得稅率	29.4%	41.2%	19.1%	--	--	--	--	20.0%	15.6%	29.2%
季增率(%)										
營業收入	7.8%	-11.6%	0.8%	-4.3%	-4.0%	4.5%	-3.5%	3.5%		
營業利益	--	-99.1%	3877.9%	--	--	--	--	--		
稅後純益	--	-99.7%	21216.0%	--	--	--	--	--		
調整後每股盈餘	--	-99.7%	21216.0%	--	--	--	--	--		
年增率(%)										
營業收入	-28.8%	-31.0%	-15.5%	-8.1%	-18.2%	-3.2%	-7.3%	0.2%	-22.3%	-7.6%
營業利益	55.9%	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益	-48.5%	--	--	--	--	--	--	--	--	--
調整後每股盈餘	-48.5%	--	--	--	--	--	--	--	--	--

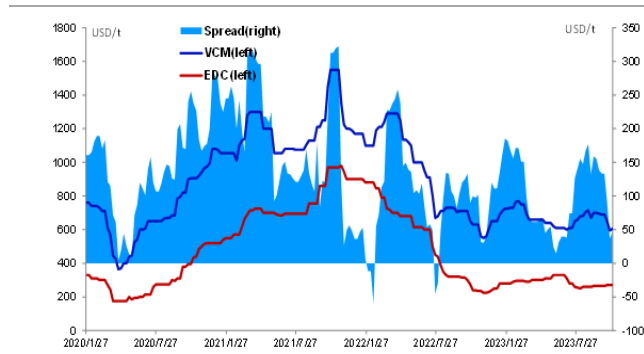
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

華夏成立於 1964 年，為台灣第二大 PVC 生產商，生產基地位於苗栗頭份及高雄林園，屬台聚集團關係企業之一，旗下有轉投資台氯，持股 87%，負責生產氯乙烯單體(VCM)。2022 年產品組合為 PVC/VCM 佔 74%、PVC 製品佔 20%、鹼氯產品佔 6%。PVC 主要競爭對手：台塑、大洋、Shin-Etsu Chemical、LG Chem 等；而 PVC 製品主要競爭對手：南亞、大洋、信立、世坤、DuPont 等。

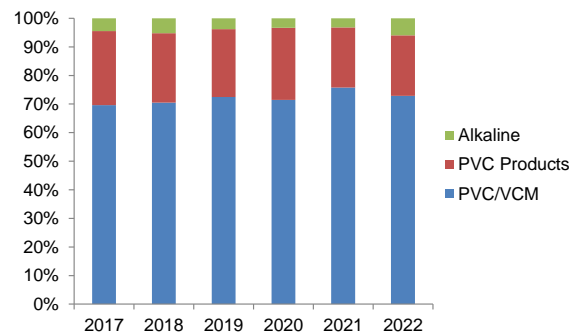
PVC 的生產工藝主要分為電石法及乙烯法，華夏生產方式採乙烯法，主要生產原料為乙烯、VCM、EDC，其中乙烯佔總成本的 60%，故當油價在上漲時，較不利乙烯法生產的 PVC。

圖 21：VCM 及 EDC 價格及利差趨勢圖



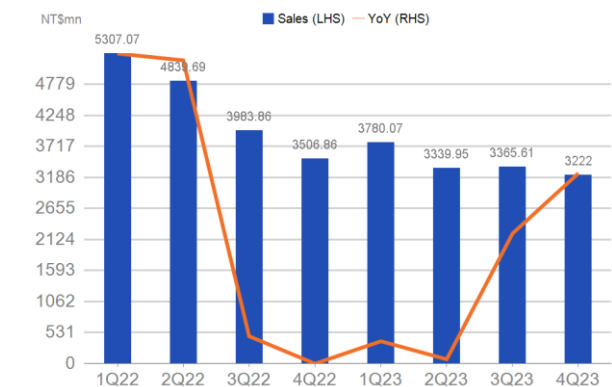
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：營收組成



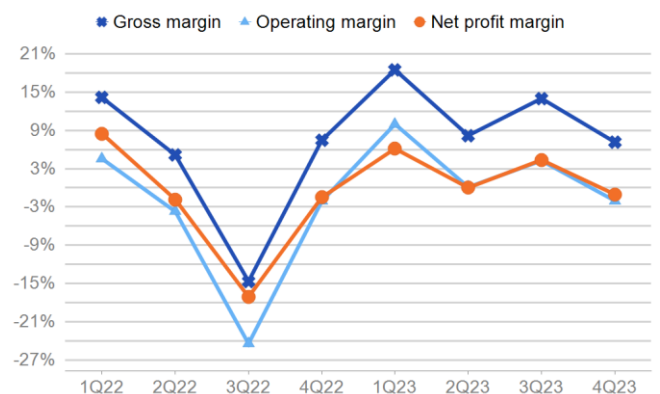
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



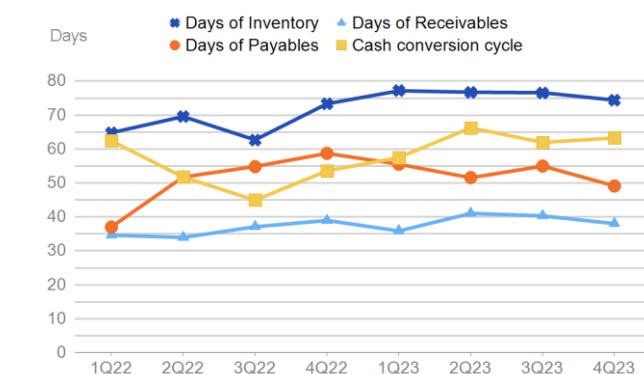
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



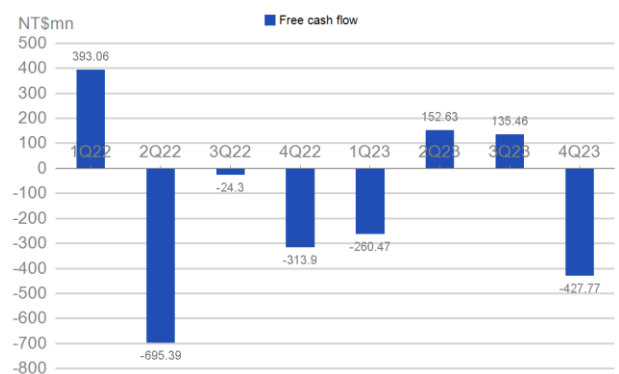
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**華夏整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微落後的位置
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**華夏的整體曝險屬於低等水準，略等於塑化行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含碳——自身運營、排放、廢水和廢物以及商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**華夏擁有強大的 ESG 執行力，顯示出對於投資人和大眾的高可信度，但缺乏充分的 ESG 措施。公司目前尚未捲入過任何重大 ESG 爭議事件

圖 27：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	23.2
在 ESG 議題上的曝險 (A)	41.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	48.7
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	38

資料來源：Sustainalytics (2024/3/14)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

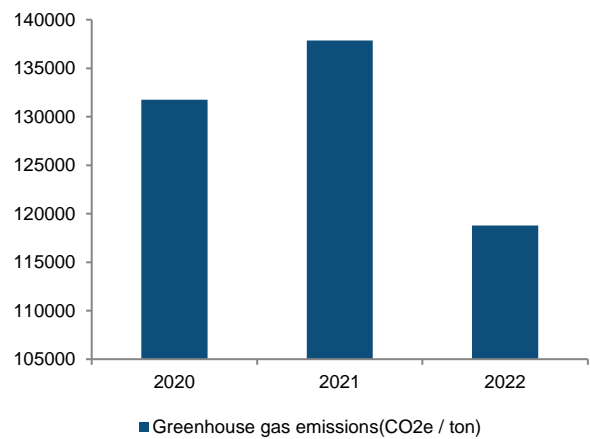
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

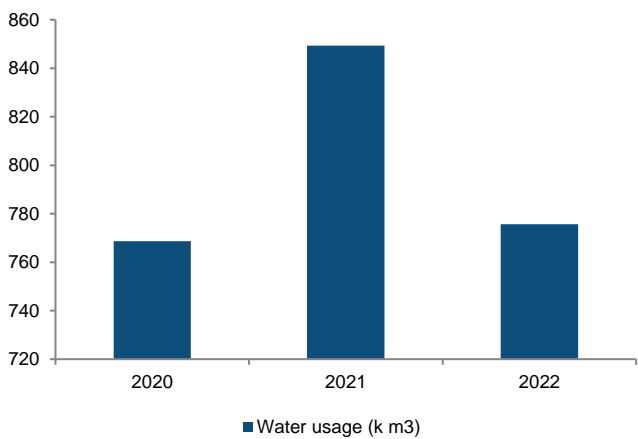
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 28：溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 29：用水量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	1,220	1,277	1,203	1,190	1,141
存貨	3,103	2,562	2,527	2,346	2,372
應收帳款及票據	2,043	1,422	1,158	1,095	1,139
其他流動資產	1,522	1,494	2,079	1,825	1,898
流動資產	7,888	6,755	6,967	6,456	6,550
採用權益法之投資	397	380	423	423	423
固定資產	7,666	8,448	9,250	9,124	9,359
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	1,024	1,102	1,111	1,014	1,055
非流動資產	9,087	9,929	10,783	10,560	10,837
資產總額	16,975	16,684	17,750	17,017	17,387
應付帳款及票據	914	1,202	778	781	814
短期借款	200	790	1,380	1,267	1,318
什項負債	1,878	1,117	1,264	1,190	1,227
流動負債	2,993	3,109	3,422	3,239	3,359
長期借款	883	2,432	2,999	2,788	2,900
其他負債及準備	1,265	1,102	1,102	1,014	1,055
長期負債	2,148	3,534	4,101	3,802	3,955
負債總額	5,140	6,643	7,523	7,040	7,314
股本	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811
資本公積	12	15	18	18	18
保留盈餘	5,260	3,555	3,713	3,462	3,559
什項權益	80	67	40	40	40
歸屬母公司之權益	11,163	9,447	10,227	9,976	10,073
非控制權益	672	594	646	646	646
股東權益總額	11,835	10,041	10,227	9,976	10,073

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	2,631	(338)	394	(51)	104
折舊及攤提	705	715	771	740	776
本期營運資金變動	(1,843)	1,161	798	247	(38)
其他營業資產 及負債變動	713	(722)	(942)	196	(234)
營運活動之現金流量	2,206	816	1,021	1,136	601
資本支出	(1,682)	(1,457)	(1,438)	(614)	(1,011)
本期長期投資變動	59	(17)	(1,117)	0	0
其他資產變動	(74)	(54)	(942)	196	(234)
投資活動之現金流量	(1,697)	(1,529)	(2,072)	(430)	(892)
股本變動	277	0	0	0	0
本期負債變動	1,050	2,352	1,174	(482)	273
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(995)	(1,449)	(174)	(203)	0
其他調整數	(396)	(136)	(942)	196	(234)
融資活動之現金流量	(65)	766	977	(719)	241
匯率影響數	(1)	2	1	0	0
本期產生現金流量	443	56	(73)	(13)	(50)
自由現金流量	525	(641)	45	522	(410)

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	20,222	17,637	13,707	12,672	13,182
銷貨成本	(15,181)	(16,959)	(12,031)	(11,696)	(11,963)
營業毛利	5,040	678	1,677	976	1,220
營業費用	(1,723)	(1,663)	(1,217)	(1,127)	(1,175)
推銷費用	(1,353)	(1,259)	(851)	(779)	(811)
研究費用	(77)	(72)	(73)	(65)	(67)
管理費用	(292)	(331)	(293)	(282)	(297)
其他費用	(1)	0	0	0	0
營業利益	3,317	(984)	460	(151)	45
利息收入	2	10	21	17	17
利息費用	(5)	(27)	(53)	(42)	(42)
利息收入淨額	(3)	(17)	(32)	(25)	(26)
投資利益(損失)淨額	22	10	(12)	(9)	(9)
匯兌損益	(43)	132	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	14	343	51	113	120
稅前純益	3,307	(517)	467	(72)	130
所得稅費用	(676)	179	(73)	21	(26)
少數股權淨利	163	33	52	(4)	7
歸屬母公司之稅後純益	2,469	(370)	342	(48)	97
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,017	225	1,205	643	880
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.25	(0.64)	0.59	(0.08)	0.17

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	47.3	(12.8)	(22.3)	(7.6)	4.0
營業利益	54.7	--	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	40.1	(94.4)	435.4	(46.6)	36.9
稅後純益	46.9	--	--	--	--
調整後每股盈餘	43.9	--	--	--	--
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	24.9	3.8	12.2	7.7	9.3
營業利益率	16.4	(5.6)	3.4	(1.2)	0.3
稅前息前淨利率	16.3	(3.1)	3.2	(0.8)	0.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.9	1.3	8.8	5.1	6.7
稅前純益率	16.4	(2.9)	3.4	(0.6)	1.0
稅後純益率	12.2	(2.1)	2.9	(0.4)	0.8
資產報酬率	17.1	(2.0)	2.2	(0.3)	0.6
股東權益報酬率	23.8	(3.1)	3.9	(0.5)	1.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	43.4	66.2	73.6	70.6	72.6
淨負債權益比(%)	(1.2)	19.4	31.1	28.7	30.6
利息保障倍數 (倍)	625.7	(17.8)	(8.2)	2.3	(2.5)
流動比率 (%)	263.6	217.3	203.6	199.3	195.0
速動比率 (%)	151.5	128.8	129.8	126.9	124.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(138)	1,946	3,176	2,865	3,078
調整後每股淨值 (NT\$)	19.21	16.26	16.49	16.06	16.22
評價指標 (倍)					
本益比	4.5	--	32.4	--	114.2
股價自由現金流量比	21.1	--	246.0	21.2	--
股價淨值比	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	2.8	49.2	9.2	17.2	12.6
股價營收比	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

華夏 (1305 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210506	39.85	42.00	34.28	持有-超越同業	李侃奇
2	20210805	39.90	40.00	32.65	持有-超越同業	李侃奇
3	20220323	34.95	44.00	39.51	買進	李侃奇
4	20220506	33.80	42.00	37.71	買進	李侃奇
5	20220822	24.30	30.00	29.60	買進	李侃奇
6	20221117	20.30	24.50	24.17	買進	李侃奇
7	20230109	26.80	34.50	34.03	買進	李侃奇
8	20230803	25.60	32.00	32.00	買進	蔡爵丞
9	20230815	24.30	32.00	32.00	買進	蔡爵丞
10	20231115	22.10	26.50	26.50	買進	蔡爵丞

資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.