

2024 年 5 月 15 日

研究員：薛雅月 [rita.hsueh@capital.com.tw](mailto:rita.hsueh@capital.com.tw)

前日收盤價 15.70 元

目標價

3 個月 16.5 元

12 個月 16.5 元

## 近期報告日期、評等及前日股價

11/24/2023	Neutral	17.40
05/17/2023	Neutral	19.85

## 公司基本資訊

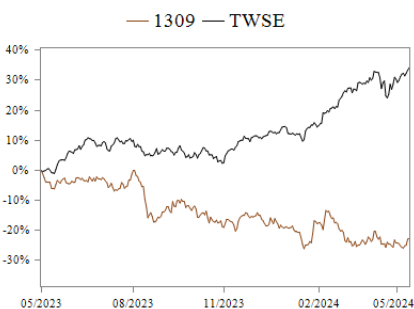
目前股本(百萬元)	3,976
市值(億元)	62
目前每股淨值(元)	16.54
外資持股比(%)	1.51
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	39.37
融資餘額(張)	2,410
現金股息配發率(%)	--

## 產品組合



- 發泡級聚苯乙烯(EPS):46.40%
- 丙烯?-丁二烯-苯乙烯共聚合樹脂(ABS):24.50%
- 通用級聚苯乙烯(GPS):24.50%
- 其他:3.00%

## 股價相對大盤走勢



## 台達化(1309 TT)

Neutral

產業結構供給過剩，評價已屬合理，給予 Neutral 建議。

**投資建議：**考量公司產品市場供需結構展望不佳，加上目前評價約 PBR1X、並未偏低，給予 Neutral 投資建議。

**PS 及 ABS 現貨利差為負：**1Q24 以來在原料價格上漲的帶動下，PS 及 ABS 報價呈現同步上漲，惟因原料成本漲幅大於產品報價漲幅，故現貨利差不增反減；04/2024 下旬開始 SM 及丁二烯等原料價原料價格回跌，然 PS 及 ABS 報價仍相對有撐之下，現貨負利差水準略有改善。

**在新增產能壓力持續衝擊之下，PS 及 ABS 利差難有表現空間：**隨中國產能持續投放，PS 及 ABS 市場處於嚴重供過於求狀態。2024 年中國 ABS、GPS 及 EPS 市場總產能預計將分別達到 950 萬噸、665 萬噸及 900 萬噸，對應到需求而言，產業結構處於供給過剩。在新增產能壓力持續衝擊之下，PS 及 ABS 利差難有表現空間。

**產業結構處於供過於求，預估 2024 年稅後 EPS-0.52 元：**台達化 2023 年稅後虧損 2.73 億元，稅後 EPS-0.69 元。1Q24 因公司進行產銷調節，營收 QoQ-6.68%，因市場競爭激烈，原料成本增加導致價差縮小，單季毛利率由 4Q23 的 3.18% 下滑至 0.85%，稅後虧損 1.01 億元，稅後 EPS-0.26 元。2Q24 隨下游需求略有好轉，加上原料成本回跌，公司開工率及毛利率皆有望提升，預估稅後虧損 0.49 億元，稅後 EPS-0.12 元。在近年來市場新增產能大量投放之下，ABS 及 PS 產業結構恐難擺脫過剩狀態。預估台達化 2024 年稅後虧損 2.08 億元，稅後 EPS-0.52 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	15,205	17,697	18,444	3,575	3,588	3,981	4,062	3,791	4,711	4,567	4,628	4,377
營業毛利淨額	436	622	1,039	100	123	83	129	32	184	169	237	168
營業利益	-464	-365	-67	-113	-85	-161	-105	-189	-76	-82	-18	-94
稅後純益	-274	-208	-17	-72	-16	-72	-113	-102	-49	-55	-3	-66
稅後 EPS(元)	-0.69	-0.52	-0.04	-0.18	-0.04	-0.18	-0.29	-0.26	-0.12	-0.14	-0.01	-0.17
毛利率(%)	2.86%	3.51%	5.63%	2.80%	3.43%	2.09%	3.18%	0.85%	3.90%	3.70%	5.12%	3.84%
營業利益率(%)	-3.05%	-2.06%	-0.37%	-3.16%	-2.38%	-4.04%	-2.59%	-4.99%	-1.60%	-1.80%	-0.38%	-2.16%
稅後純益率(%)	-1.80%	-1.18%	-0.09%	-2.01%	-0.46%	-1.81%	-2.79%	-2.68%	-1.04%	-1.20%	-0.06%	-1.51%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.92%	16.38%	4.22%	-7.01%	0.35%	10.96%	2.04%	-6.68%	24.29%	-3.07%	1.34%	-5.43%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 39.76 億元計算。

## 公司 ESG 政策：

### (一)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略

台達化公司台灣廠區皆成立節能減碳小組，定期召開能資源整合會議，進行經驗交流及共同推動務實有效的節能減碳方案，訂定節能減碳方案及全廠節能減碳目標，並逐季檢視執行成效。台灣廠區環安衛管理小組每兩個月召開環安衛執行小組會議，追蹤節能減碳方案進度，定期評估適用法規要求事項之守規符合性，積極要求各廠履行節能減碳責任。大陸中山廠區則每年定期召開節能減碳會議，配合政府節能減碳政策，訂定各單位節能減碳方案及目標，每年上報中山開發區政府。

### (二)企業溫室氣體排放量減量目標

降低能源與溫室氣體排放對環境之衝擊，並符合國家法令減量要求及符合集團節能減碳的目標，台達化公司以單位產品能源消耗減少 3%為目標推動相關規劃措施。

### (三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

110 年度節電節能減碳管理方案預計執行 35 項措施，預計可節電約 107 萬度，減碳量約 532 噸 CO<sub>2</sub>e，總投資方案金額為新台幣 1,021 萬元。

### (四)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果

台達化公司雖為化工傳統產業，但在產品之製造生產過程中，藉由節能減碳之規畫，停用老舊耗能設備，導入更省電及節能之設備/設施（如泵浦、風車/馬達之汰舊換新、照明設備更新等），並透過製程技術改善及操作管理（如 Low VOCs 之技術開發、減少蒸汽、燃料之使用量、廢水回收等）降低能資源之耗損，以求在產品之生產過程達到節能減碳之效益，另外如玻璃棉相關產品更有取得「綠建材標章」、「環保標章」之認證。

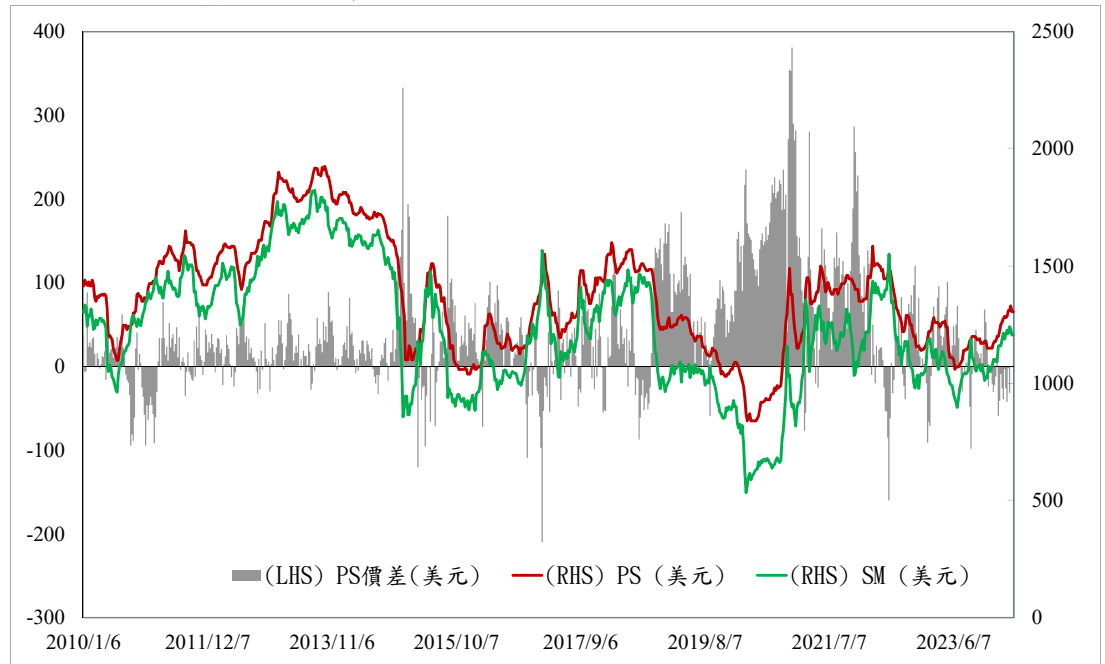
## 公司簡介：

台達化主要產品以 ABS、GPS、EPS 為主，其 ABS 產能為 12 萬噸/年，EPS 產能為 24 萬噸/年、GPS 產能為 10 萬噸/年，玻璃棉產能則為 1 萬噸/年。公司 1Q24 營收比重中，EPS 占比 49%，ABS 占比 26%，GPS 占比 22%，玻璃棉占比 3%。

## PS 及 ABS 現貨利差為負：

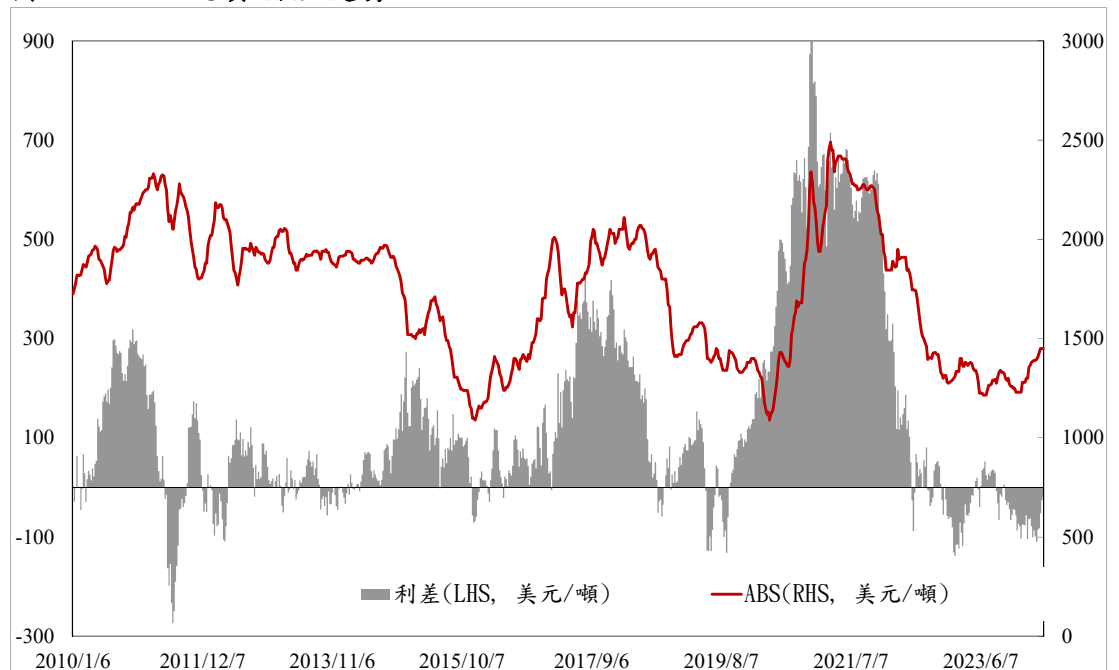
1Q24 以來在原料價格上漲的帶動下，PS 及 ABS 報價呈現同步上漲，惟因原料成本漲幅大於產品報價漲幅，故現貨利差不增反減(圖一、圖二)；04/2024 下旬開始 SM 及丁二烯等原料價原料價格回跌，然 PS 及 ABS 報價仍相對有撐之下，現貨負利差水準略有改善。

圖一、PS 現貨利差走勢



資料來源：群益投顧彙整

圖二、ABS 現貨利差走勢



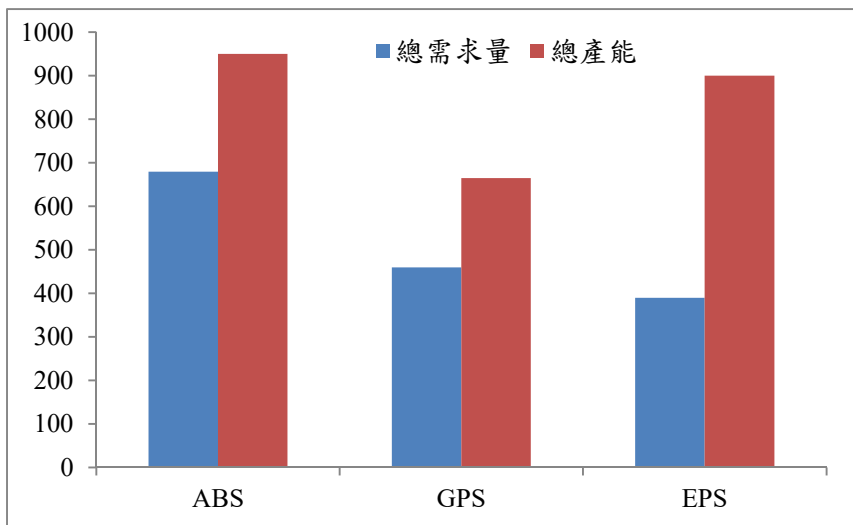
資料來源：群益投顧彙整

## 中國新增產能衝擊之下，PS 及 ABS 利差恐持續承壓：

近年來隨中國產能持續投放，PS 及 ABS 市場處於嚴重供過於求狀態。2024 年中國 ABS、GPS 及 EPS 市場總產能預計將分別達到 950 萬噸、665 萬噸及 900 萬噸，對應到需求而言，產業結構處於供給過剩。在新增產能壓力持續衝擊之下，PS 及 ABS 利差難有表現空間。

圖三、公司主要產品的中國市場供需

2024 年 5 月 15 日



資料來源：公司簡報，群益投顧彙整

## 台達化 2023 年稅後 EPS-0.69 元：

台達化 1Q23 稅後虧損 0.72 億元，稅後 EPS-0.18 元；PS 及 ABS 報價欲振乏力，加上無法轉嫁原料價格，毛利率較 4Q22 的 6.21% 進一步下滑至 2.8%，連續兩季營運呈現虧損狀態。

2Q23 因需求未見明顯改善，加上市場產能投放壓力仍大，產品報價呈跌多漲少，公司稅後虧損 0.16 億元，稅後 EPS-0.04 元。

3Q23 受惠於國際油價上漲，產品報價止跌轉漲，惟市場產能投放過多，過剩的產業結構導致原料成本無法完全轉嫁，利差進一步縮減；在業外具有匯兌利益下，台達化 3Q23 稅後虧損 0.72 億元，稅後 EPS-0.18 元。

4Q23 方面，因 ABS 仍處於產能擴充高峰期，供需失衡之下利差仍難好轉；EPS 進入需求淡季，價格走勢趨疲；GPS 需求相對有撐，惟相較於原料成本而言，利差表現仍有壓力。公司 4Q23 稅後虧損 1.13 億元，稅後 EPS-0.28 元。

整體而言，台達化 2023 年稅後虧損 2.73 億元，稅後 EPS-0.69 元。

## 產業結構仍處於供過於求，預估 2024 年稅後 EPS-0.52 元：

1Q24 因公司進行產銷調節，營收 QoQ-6.68%，因市場競爭激烈，原料成本增加導致價差縮小，單季毛利率由 4Q23 的 3.18% 下滑至 0.85%，稅後虧損 1.01 億元，稅後 EPS-0.26 元。

2Q24 隨下游需求略有好轉，加上原料成本回跌，公司開工率及毛利率皆有望提升，預估稅後虧損 0.49 億元，稅後 EPS-0.12 元。

在近年來市場新增產能大量投放之下，ABS 及 PS 產業結構恐難擺脫過剩狀態。預估台達化 2024 年稅後虧損 2.08 億元，稅後 EPS-0.52 元。

## 投資建議：

投資建議方面，考量公司產品市場供需結構展望不佳，加上目前評價約 PBR1X、並未偏低，給予 Neutral 投資建議。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 5 月 15 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	10,745	9,241	8,891	9,402	8,800
流動資產	7,290	6,007	5,515	7,125	6,049
現金及約當現金	2,598	2,662	2,211	3,014	2,500
應收帳款與票據	2,469	1,642	1,809	2,264	1,981
存貨	1,186	951	1,102	863	1,140
採權益法之投資	694	644	623	146	352
不動產、廠房設備	2,008	1,961	1,937	1,937	1,937
<b>負債總計</b>	<b>3,083</b>	<b>2,035</b>	<b>2,243</b>	<b>2,962</b>	<b>2,377</b>
流動負債	2,343	1,358	1,921	1,979	1,680
應付帳款及票據	1,030	646	747	965	751
非流動負債	740	677	323	765	692
<b>權益總計</b>	7,662	7,206	6,648	6,440	6,423
普通股股本	3,787	3,976	3,976	3,976	3,976
保留盈餘	3,525	3,021	2,556	2,348	2,331
母公司業主權益	7,662	7,206	6,648	6,439	6,423
<b>負債及權益總計</b>	<b>10,745</b>	<b>9,241</b>	<b>8,891</b>	<b>9,402</b>	<b>8,800</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	20,771	18,084	15,205	17,697	18,444
營業成本	17,385	16,324	14,770	17,075	17,405
<b>營業毛利淨額</b>	3,386	1,760	436	622	1,039
營業費用	1,139	1,535	900	986	1,107
<b>營業利益</b>	2,247	225	-464	-365	-67
<b>EBITDA</b>	2,572	717	-156	-65	233
業外收入及支出	160	276	73	104	47
稅前純益	2,407	544	-346	-260	-21
所得稅	558	132	-72	-52	-4
稅後純益	1,850	412	-274	-208	-17
稅後 EPS(元)	4.65	1.04	-0.69	-0.52	-0.04
完全稀釋 EPS**	4.65	1.04	-0.69	-0.52	-0.04

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 39.76【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 39.76 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	34.02%	-12.94%	-15.92%	16.38%	4.22%
營業毛利淨額	8.41%	-48.02%	-75.25%	42.71%	67.17%
營業利益	-7.19%	-89.97%	N.A	N.A	N.A
稅後純益	-3.64%	-77.72%	N.A	N.A	N.A

### 獲利能力分析(%)

毛利率	16.30%	9.73%	2.86%	3.51%	5.63%
EBITDA(%)	12.38%	3.97%	-1.02%	-0.37%	1.26%
營益率	10.82%	1.25%	-3.05%	-2.06%	-0.37%
稅後純益率	8.91%	2.28%	-1.80%	-1.18%	-0.09%
總資產報酬率	17.22%	4.46%	-3.08%	-2.22%	-0.19%
股東權益報酬率	24.14%	5.72%	-4.11%	-3.23%	-0.26%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	28.69%	22.02%	25.23%	31.51%	27.01%
負債/淨值比(%)	40.24%	28.23%	33.74%	46.00%	37.00%
流動比率(%)	311.13%	442.35%	287.16%	360.00%	360.00%

### 其他比率分析

存貨天數	20.22	23.89	25.36	21.00	21.00
應收帳款天數	41.18	41.49	41.42	42.00	42.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	736	1,103	-243	-816	2,374
稅前純益	2,407	544	-346	-260	-21
折舊及攤銷	202	209	215	194	2,131
營運資金變動	-846	678	-217	2	-207
其他營運現金	-1,027	-328	104	-751	471
<b>投資活動現金</b>	-91	-100	-356	480	-414
資本支出淨額	-128	-132	-181	-135	-136
長期投資變動	-1	-1	-19	-9	-9
其他投資現金	38	33	-156	624	-269
<b>籌資活動現金</b>	-491	-959	173	1,138	-2,474
長借/公司債變動	0	0	-30	441	-72
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-688	-757	-199	0	0
其他籌資現金	198	-201	402	696	-2,401
<b>淨現金流量</b>	140	64	-451	802	-513
<b>期初現金</b>	2,459	2,598	2,662	2,211	3,014
<b>期末現金</b>	2,598	2,662	2,211	3,014	2,500

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 15 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	3,844	3,575	3,588	3,981	4,062	3,791	4,711	4,567	4,628	4,377	4,655	4,702
營業成本	3,606	3,475	3,465	3,897	3,933	3,759	4,528	4,398	4,391	4,208	4,412	4,392
營業毛利淨額	239	100	123	83	129	32	184	169	237	168	243	310
營業費用	289	213	208	244	235	221	259	251	255	263	279	282
營業利益	-50	-113	-85	-161	-105	-189	-76	-82	-18	-94	-36	28
業外收入及支出	-12	21	67	68	-38	62	14	14	14	12	12	12
稅前純益	-62	-92	-19	-93	-143	-127	-62	-68	-4	-83	-24	39
所得稅	-20	-20	-2	-21	-30	-25	-12	-14	-1	-17	-5	8
稅後純益	-43	-72	-16	-72	-113	-102	-49	-55	-3	-66	-19	31
最新股本	3,976	3,976	3,976	3,976	3,976	3,976	3,976	3,976	3,976	3,976	3,976	3,976
稅後EPS(元)	-0.11	-0.18	-0.04	-0.18	-0.29	-0.26	-0.12	-0.14	-0.01	-0.17	-0.05	0.08

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	6.21%	2.80%	3.43%	2.09%	3.18%	0.85%	3.90%	3.70%	5.12%	3.84%	5.23%	6.59%
營業利益率(%)	-1.31%	-3.16%	-2.38%	-4.04%	-2.59%	-4.99%	-1.60%	-1.80%	-0.38%	-2.16%	-0.77%	0.59%
稅後純益率(%)	-1.11%	-2.01%	-0.46%	-1.81%	-2.79%	-2.68%	-1.04%	-1.20%	-0.06%	-1.51%	-0.41%	0.67%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-18.00%	-7.01%	0.35%	10.96%	2.04%	-6.68%	24.29%	-3.07%	1.34%	-5.43%	6.37%	1.00%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

## YoY(%)

營業收入淨額	-27.60%	-21.18%	-28.47%	-15.09%	5.66%	6.03%	31.32%	14.72%	13.93%	15.46%	-1.19%	2.96%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本39.76億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。



## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。