

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價 18.05 元

目標價

3 個月 19 元

12 個月 19 元

近期報告日期、評等及前日股價

11/15/2023	Trading Buy	22.10
08/15/2023	Buy	24.30
05/19/2023	Neutral	23.95
03/16/2023	Neutral	25.75
11/17/2022	Neutral	20.80

公司基本資訊

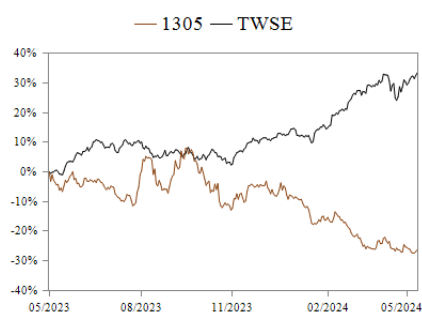
目前股本(百萬元)	5,811
市值(億元)	105
目前每股淨值(元)	16.44
外資持股比(%)	5.94
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	33.13
融資餘額(張)	3,396
現金股息配發率(%)	59.32

產品組合



- PVC 粉、塑膠粒及化學品:74.00%
- 塑膠布：軟質膠布、硬質膠布、半硬質膠布
- 氣乙烯單體:6.00%
- 其他:11.00%

股價相對大盤走勢



華夏(1305 TT)

Neutral

營運成長動能受限，評價未偏低，投資建議為 Neutral。

投資建議：考量公司營運成長動能受限，觀察歷史 PBR 低檔區間約 0.8X~1X，以目前 PBR 約 1.08X 而言，評價並未偏低，故給予 Neutral 投資建議。

中國庫存尚待去化且需求復甦力道並不顯著，短期內 PVC 價格仍以區間震盪為主：1Q24 受惠於國際油價上漲，帶動亞洲 PVC 價格同步走揚，惟原料乙烯成本墊高加上 EDC 價格處於高檔，導致 PVC 現貨利差較 4Q23 走低，04/2024 下旬開始因下游需求持續未見起色，中國庫存偏高，致使 PVC 報價有所回跌，同期間原料 EDC 因市場供應量增加、報價出現修正，進而推升 PVC 現貨利差反彈。2Q24 下旬開始印度進入雨季，加上中國庫存尚待去化且需求復甦力道並不顯著，短期內 PVC 價格仍以區間震盪為主，預計待 3Q24 下旬需求旺季再重拾漲價動能。

預估華夏 2024 年稅後 EPS 0.15 元：華夏 2023 年稅後獲利 3.42 億元，稅後 EPS 0.59 元。華夏 1Q24 營收 QoQ-9.84%，毛利率由 4Q23 的 7.18% 下滑至 5.94%，本業虧損較 4Q23 擴大主因在於中國國內需求不佳、庫存攀升，進而擴大外銷，壓抑亞洲 PVC 市場表現，而公司亦降低開工率因應所致；業外方面，在台幣貶值而認列匯兌利益之下，華夏 1Q24 稅後虧損 0.32 億元，稅後 EPS-0.05 元。2Q24 預期 PVC 報價水準與 1Q24 相當，然高價原料庫存陸續去化後，毛利率有望較 1Q24 改善，預估單季稅後虧損 0.19 億元，稅後 EPS-0.03 元。展望 2H24，3Q24 原料成本壓力進一步減輕，預期營運有望轉盈，4Q24 隨印度市場進入傳統需求旺季，將有利推升 PVC 報價及開工率，預估華夏 3Q24 及 4Q24 稅後 EPS 分別為 0.07 元及 0.17 元。整體而言，預估華夏 2024 年稅後獲利 0.89 億元，YoY-74.08%，稅後 EPS 0.15 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	13,707	12,847	13,498	3,780	3,340	3,366	3,222	2,905	2,904	3,341	3,698	3,191
營業毛利淨額	1,677	1,170	1,802	700	274	472	231	173	211	340	446	413
營業利益	460	42	614	378	4	143	-65	-100	-39	53	128	132
稅後純益	342	89	446	232	1	147	-39	-32	-19	40	100	94
稅後 EPS(元)	0.59	0.15	0.77	0.40	0.00	0.25	-0.07	-0.05	-0.03	0.07	0.17	0.16
毛利率(%)	12.23%	9.11%	13.35%	18.51%	8.21%	14.01%	7.18%	5.94%	7.26%	10.19%	12.06%	12.94%
營業利益率(%)	3.35%	0.33%	4.55%	9.99%	0.11%	4.26%	-2.01%	-3.44%	-1.34%	1.59%	3.46%	4.14%
稅後純益率(%)	2.49%	0.69%	3.30%	6.15%	0.02%	4.38%	-1.20%	-1.09%	-0.67%	1.19%	2.70%	2.96%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-22.28%	-6.27%	5.07%	7.79%	-11.64%	0.77%	-4.28%	-9.84%	-0.02%	15.02%	10.69%	-13.71%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	-74.08%	403.27%	N.A	-99.70%	21,231.69%	N.A	N.A	N.A	N.A	150.80%	-5.42%

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 58.11 億元計算。

公司 ESG 政策：

華夏公司企業社會責任以永續發展、經營策略及企業文化為基礎，同時將利害關係人所關注議題納入決策因子。針對利害關係人關注之議題，從氣候變遷管理，公司治理、環境保護、供應鏈管理、員工照顧、社會參與等各面向，持續推動企業永續發展策略。

1. 節能減碳管理：本公司於 2016 年自主性設定能源管理目標，台聚集團於 2019 年訂定新一階段集團能源管理目標為 2020 年~2025 年節能率目標 6 年 7.2%。為有效實踐並履行企業社會責任，我們響應聯合國永續發展目標 (SDGs)、巴黎協定的全球目標及我國能源發展政策，自主性訂定節能減碳管理目標，設定每年度「節電 1%、節能 1.2%」。

2. 用水管理：因應氣候變遷所可能導致的缺水風險，華夏公司使用之主要水源為自來水，其水源由永和山(頭份廠)、鳳山(林園廠)水庫供應，投入製程用水，本公司為力求節約用水，增設製程水回收系統及各項節水裝置、宣導等相關措施，並持續關注內、外部供需用水狀況並加強執行水風險管理。

3. 空氣汙染防制：華夏公司各廠由製程排放之主要空氣汙染物包含硫氧化物 (Sulfur Oxides, 簡稱 SOx)、氮氧化物 (Nitrogen Oxides, 簡稱 NOx)、揮發性有機物 (VOCs) 和粒狀汙染物 (Total Suspended Particulate 簡稱 TSP)。為有效掌握空氣汙染物質，華夏公司各廠定期針對空氣汙染物質進行檢測並如期向主管機關申報，並依法取得固定污染源設置及操作許可，且有空氣汙染專責人員與代理人負責管理。華夏頭份廠於 2022 年新建活性碳流體化床 VOCs 防治設備，降低 VOC 與減緩溫室氣體排放。

4. 廢棄物管理：華夏公司各廠因下腳餘料外售、不合格品標售、生產過程邊料回收重製，故產出之製程廢棄物非常少，其可分為一般事業廢棄物及有害事業廢棄物，相關清除和處理作業皆委託具有合格許可證之機構清除處理，並依「廢棄物清理法」規定辦理。華夏公司致力於資源分類回收宣導、5S 活動等，生活垃圾有逐年遞減之良好績效。導入 PSM 製程安全管理(華夏第二期完成)，台氣導入 PSM 平台 & KPI 規劃。

公司簡介：

華夏為塑膠製品廠商，其製程整合上游原料生產及下游加工製品(包括 PVC 粉、塑膠布、塑膠皮、塑膠管等)，產品組合中以 PVC 為最大宗。上游原料氯乙烯單體 (VCM) 由其轉投資公司台灣氯乙烯所生產供應，經聚合反應生產聚氯乙烯 (PVC) 後，可再經由加工生產塑膠皮、塑膠布、塑膠管等產品。公司 1Q24 營收比重中，PVC/VCM 占比 68%，PVC 製品占比 24%，其他則為鹼氯產品。

公司 PVC 年產能約 45 萬噸，VCM 年產能約 48.5 萬噸；其中 PVC 外銷比重較高，外銷市場包括印度、中國、東南亞等，其餘則為內銷及自用，而 VCM 則多以自用及內銷為主。

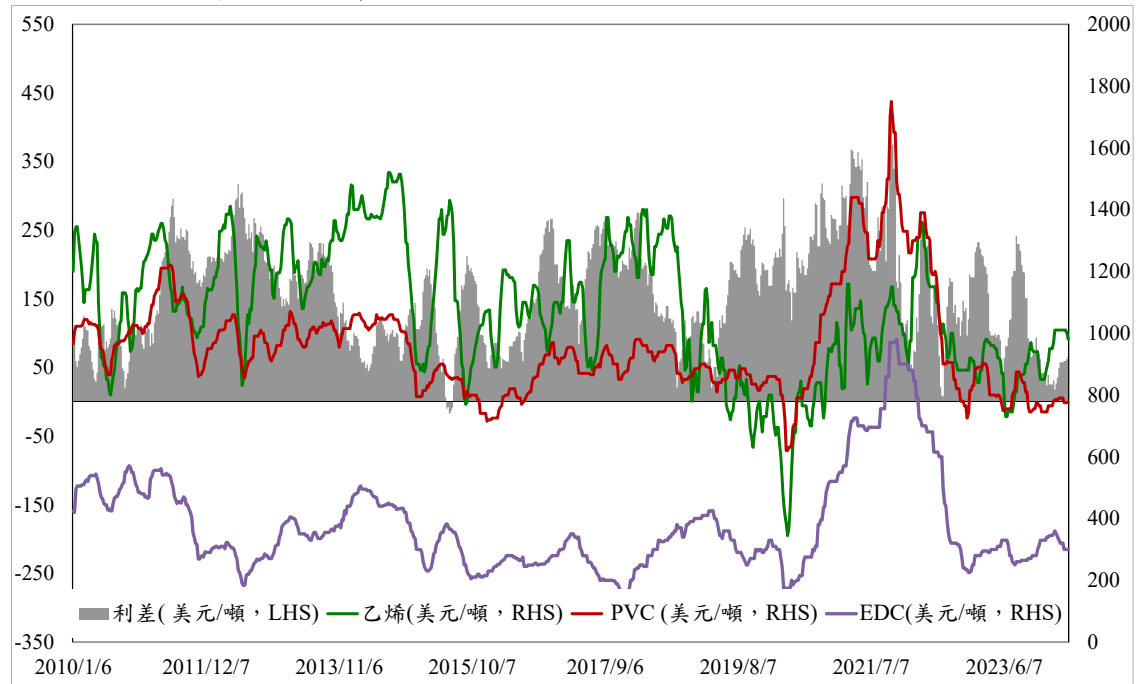
中國庫存尚待去化且需求復甦力道並不顯著，短期內 PVC 價格仍以區間震盪為主：

1Q24 受惠於國際油價上漲，帶動亞洲 PVC 價格同步走揚，惟原料乙烯成本墊高加上 EDC 價格處於高檔，導致 PVC 現貨利差較 4Q23 走低，04/2024

2024 年 5 月 14 日

下旬開始因下游需求持續未見起色，中國庫存偏高，致使 PVC 報價有所回跌，同期間原料 EDC 因市場供應量增加、報價出現修正，進而推升 PVC 現貨利差反彈。2Q24 下旬開始印度進入雨季，加上中國庫存尚待去化且需求復甦力道並不顯著，短期內 PVC 價格仍以區間震盪為主，預計待 3Q24 下旬需求旺季再重拾漲價動能。

圖一、PVC 報價及利差走勢



資料來源：群益彙整

中國及印度需求復甦力道不如預期，2023 年稅後 EPS 0.59 元：

華夏 2022 年稅後虧損 3.7 億元，稅後 EPS -0.64 元。

華夏 1Q23 稅後獲利 2.32 億元，稅後 EPS 0.4 元；單季營運由虧轉盈主因在於中國解封後需求略有增長，加上印度進口量創歷史紀錄，推升毛利率提高至 18.51% 所致。

2Q23 隨中國需求轉疲、印度因先前外購量過高導致買盤開始縮減，不利 PVC 報價走勢；原料方面，乙烯在下游衍生物需求不佳之下報價呈現走跌，惟 EDC 價格仍相對有撐，在產品價格跌幅大於原料成本跌幅的情況下，利差較 1Q23 進一步縮減。華夏 2Q23 稅後獲利 69 萬元，QoQ -99.7%，稅後 EPS 0 元。

3Q23 上旬 PVC 報價止跌轉漲，加上原料 EDC 有所回落，單季毛利率由 2Q23 的 8.21% 提升至 14.01%，稅後獲利 1.47 億元，稅後 EPS 0.25 元。

4Q23 上旬因中國長假過後需求復甦不如預期，市場觀望心態濃厚，導致 PVC 報價跌勢擴大；華夏 4Q23 單季營運由盈轉虧，稅後虧損 0.39 億元，稅後 EPS -0.07 元。

綜上所述，華夏 2023 年稅後獲利 3.42 億元，稅後 EPS 0.59 元。

預估 2024 年稅後 EPS 0.15 元：

2024 年 5 月 14 日

華夏 1Q24 營收 QoQ-9.84%，毛利率由 4Q23 的 7.18% 下滑至 5.94%，本業虧損較 4Q23 擴大主因在於中國國內需求不佳、庫存攀升，進而擴大外銷，壓抑亞洲 PVC 市場表現，而公司亦降低開工率因應所致；業外方面，在台幣貶值而認列匯兌利益之下，華夏 1Q24 稅後虧損 0.32 億元，稅後 EPS-0.05 元。

2Q24 預期 PVC 報價水準與 1Q24 相當，然高價原料庫存陸續去化後，毛利率有望較 1Q24 改善，預估單季稅後虧損 0.19 億元，稅後 EPS-0.03 元。

展望 2H24，3Q24 原料成本壓力進一步減輕，預期營運有望轉盈，4Q24 隨印度市場進入傳統需求旺季，將有利推升 PVC 報價及開工率，預估華夏 3Q24 及 4Q24 稅後 EPS 分別為 0.07 元及 0.17 元。

整體而言，預估華夏 2024 年稅後獲利 0.89 億元，YoY-74.08%，稅後 EPS 0.15 元。

投資建議：

投資建議方面，考量公司營運成長動能受限，觀察歷史 PBR 低檔區間約 0.8X~1X，以目前 PBR 約 1.08X 而言，評價並未偏低，故給予 Neutral 投資建議。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 5 月 14 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	16,975	16,684	17,750	14,948	18,042
流動資產	7,888	6,755	6,967	5,327	8,104
現金及約當現金	1,220	1,277	1,203	963	1,428
應收帳款與票據	2,043	1,422	1,158	1,376	1,279
存貨	3,103	2,562	2,527	2,080	2,342
採權益法之投資	397	380	360	87	161
不動產、廠房設備	7,666	8,448	9,250	9,250	9,250
負債總計	5,140	6,643	7,523	4,639	7,303
流動負債	2,993	3,109	3,422	3,010	3,001
應付帳款及票據	914	1,202	778	1,078	781
非流動負債	2,148	3,534	4,101	1,330	4,298
權益總計	11,835	10,041	10,227	10,309	10,739
普通股股本	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811
保留盈餘	5,260	3,555	3,713	3,795	4,225
母公司業主權益	11,163	9,447	9,581	9,670	10,057
負債及權益總計	16,975	16,684	17,750	14,948	18,042

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,206	816	1,021	1,815	-905
稅前純益	3,307	-517	467	88	610
折舊及攤銷	705	715	771	740	805
營運資金變動	-2,014	1,449	-124	528	-461
其他營運現金	208	-831	-93	459	-1,859
投資活動現金	-1,697	-1,529	-2,072	-330	-1,463
資本支出淨額	-1,661	-1,448	-1,404	-1,200	-1,200
長期投資變動	-40	-74	-628	-20	-20
其他投資現金	4	-6	-41	890	-243
籌資活動現金	-65	766	977	-1,725	2,833
長借/公司債變動	850	1,562	784	-2,770	2,968
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-995	-1,449	-169	0	-58
其他籌資現金	81	654	362	1,046	-78
淨現金流量	443	56	-73	-240	465
期初現金	777	1,220	1,277	1,203	963
期末現金	1,220	1,277	1,203	963	1,428

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	20,222	17,637	13,707	12,847	13,498
營業成本	15,181	16,959	12,031	11,677	11,696
營業毛利淨額	5,040	678	1,677	1,170	1,802
營業費用	1,723	1,663	1,217	1,128	1,188
營業利益	3,317	-984	460	42	614
EBITDA	4,015	215	1,276	742	1,314
業外收入及支出	-10	457	-24	46	-4
稅前純益	3,307	-517	467	88	610
所得稅	676	-179	73	6	122
稅後純益	2,469	-370	342	89	446
稅後 EPS(元)	4.25	-0.64	0.59	0.15	0.77
完全稀釋 EPS**	4.25	-0.64	0.59	0.15	0.77

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 58.11【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 58.11 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	47.25%	-12.78%	-22.28%	-6.27%	5.07%
營業毛利淨額	50.04%	-86.55%	147.25%	-30.24%	54.06%
營業利益	54.71%	N.A	N.A	-90.86%	1360.91%
稅後純益	51.06%	N.A	N.A	-74.08%	403.27%
獲利能力分析(%)					
毛利率	24.93%	3.85%	12.23%	9.11%	13.35%
EBITDA(%)	19.86%	1.22%	9.31%	5.78%	9.74%
營益率	16.40%	-5.58%	3.35%	0.33%	4.55%
稅後純益率	12.21%	-2.10%	2.49%	0.69%	3.30%
總資產報酬率	14.54%	-2.22%	1.93%	0.59%	2.47%
股東權益報酬率	20.86%	-3.69%	3.34%	0.86%	4.15%

償債能力檢視

負債比率(%)	30.28%	39.81%	42.38%	31.03%	40.48%
負債/淨值比(%)	43.43%	66.15%	73.55%	45.00%	68.00%
流動比率(%)	263.60%	217.30%	203.60%	177.00%	270.00%

其他比率分析

存貨天數	51.81	60.96	77.21	72.00	69.00
應收帳款天數	35.62	35.85	34.35	36.00	35.90

2024 年 5 月 14 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	3,507	3,780	3,340	3,366	3,222	2,905	2,904	3,341	3,698	3,191	3,284	3,439
營業成本	3,245	3,080	3,066	2,894	2,991	2,732	2,693	3,000	3,252	2,778	2,909	2,979
營業毛利淨額	262	700	274	472	231	173	211	340	446	413	375	460
營業費用	335	322	271	328	296	273	250	287	318	281	289	303
營業利益	-74	378	4	143	-65	-100	-39	53	128	132	86	158
業外收入及支出	-10	-18	31	44	-50	40	2	2	2	-1	-1	-1
稅前純益	-83	360	34	188	-115	-60	-37	55	130	131	85	157
所得稅	-46	106	14	36	-83	-18	-9	10	23	26	17	31
稅後純益	-52	232	1	147	-39	-32	-19	40	100	94	60	115
最新股本	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811
稅後EPS(元)	-0.09	0.40	0.00	0.25	-0.07	-0.05	-0.03	0.07	0.17	0.16	0.10	0.20

獲利能力(%)

毛利率(%)	7.46%	18.51%	8.21%	14.01%	7.18%	5.94%	7.26%	10.19%	12.06%	12.94%	11.41%	13.38%
營業利益率(%)	-2.10%	9.99%	0.11%	4.26%	-2.01%	-3.44%	-1.34%	1.59%	3.46%	4.14%	2.61%	4.58%
稅後純益率(%)	-1.49%	6.15%	0.02%	4.38%	-1.20%	-1.09%	-0.67%	1.19%	2.70%	2.96%	1.82%	3.34%

QoQ(%)

營業收入淨額	-11.97%	7.79%	-11.64%	0.77%	-4.28%	-9.84%	-0.02%	15.02%	10.69%	-13.71%	2.91%	4.74%
營業利益	N.A	N.A	-99.05%	3877.92%	N.A	N.A	N.A	N.A	140.82%	3.29%	-35.10%	83.93%
稅前純益	N.A	N.A	-90.50%	449.72%	N.A	N.A	N.A	N.A	135.70%	0.93%	-35.36%	84.92%
稅後純益	N.A	N.A	-99.70%	21231.69%	N.A	N.A	N.A	N.A	150.80%	-5.42%	-36.90%	92.89%

YoY(%)

營業收入淨額	-31.53%	-28.77%	-30.99%	-15.52%	-8.13%	-23.16%	-13.05%	-0.74%	14.77%	9.85%	13.06%	2.95%
營業利益	N.A	55.93%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-62.99%	N.A	N.A	N.A	196.94%
稅前純益	N.A	-36.25%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-70.69%	N.A	N.A	N.A	184.34%
稅後純益	N.A	-48.46%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-72.98%	N.A	N.A	N.A	188.72%

註1：稅後EPS以股本58.11億元計算

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。