

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

| | |
|-------|---------|
| 前日收盤價 | 18.00 元 |
| 目標價 | |
| 3 個月 | 20.7 元 |
| 12 個月 | 20.7 元 |

華夏(1305 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

| | | |
|------------|-------------|-------|
| 05/14/2024 | Neutral | 18.05 |
| 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 |

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(%) | 4.57 |
| 投信持股比(%) | 0.00 |
| 董監持股比(%) | 33.13 |
| 融資餘額(張) | 4,737 |
| 現金股息配發率(%) | 59.32 |

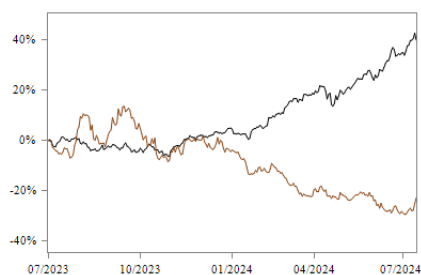
產品組合



- PVC粉、塑膠粒及化學品:73.00%
- 塑膠布：軟質膠布、硬質膠布、半硬質膠布
- 塑膠皮、塑膠軟皮:7.00%
- 其他:11.00%

股價相對大盤走勢

— 1305 — TWSE



2H24 營運有望優於 1H24，投資建議調升至 Buy。

投資建議：考量公司獲利谷底已過，2H24 營運有望優於 1H24，投資建議調升至 Buy，目標價 20.7 元。

原料乙烯及 EDC 走勢相對疲弱的情況下，推升 PVC 現貨利差有所反彈：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。05/2024 下旬開始隨運費上漲、加上印度大選結束後市場預期基建相關需求有望回溫，PVC 報價呈現緩步走揚；同期間原料乙烯及 EDC 走勢相對疲弱的情況下，推升 PVC 現貨利差有所反彈。

預估華夏 2024 年稅後 EPS 0.97 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 PVC 報價水準較 1Q24 走高，加上高價原料庫存陸續去化後，毛利率有望較 1Q24 改善，預估單季稅後獲利 0.43 億元，稅後 EPS 0.07 元。展望 2H24，3Q24 原料成本壓力進一步減輕，預期營運有望改善，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 0.44 元及 0.51 元。整體而言，預估華夏 2024 年稅後獲利 5.62 億元，YoY+64.34%，稅後 EPS 0.97 元，1Q24 為獲利谷底。

| (百萬元) | 2023 | 2024F | 2025F | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F |
|-----------------|---------|--------|--------|---------|------------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 營業收入淨額 | 13,707 | 13,267 | 13,926 | 3,340 | 3,366 | 3,222 | 2,905 | 3,074 | 3,567 | 3,721 | 3,371 | 3,392 |
| 營業毛利淨額 | 1,677 | 1,807 | 2,326 | 274 | 472 | 231 | 173 | 326 | 622 | 686 | 577 | 534 |
| 營業利益 | 460 | 624 | 1,101 | 4 | 143 | -65 | -100 | 43 | 315 | 366 | 280 | 235 |
| 稅後純益 | 342 | 562 | 835 | 1 | 147 | -39 | -32 | 43 | 255 | 295 | 213 | 179 |
| 稅後 EPS(元) | 0.59 | 0.97 | 1.44 | 0.00 | 0.25 | -0.07 | -0.05 | 0.07 | 0.44 | 0.51 | 0.37 | 0.31 |
| 毛利率(%) | 12.23% | 13.62% | 16.70% | 8.21% | 14.01% | 7.18% | 5.94% | 10.59% | 17.44% | 18.44% | 17.11% | 15.73% |
| 營業利益率(%) | 3.35% | 4.71% | 7.90% | 0.11% | 4.26% | -2.01% | -3.44% | 1.39% | 8.84% | 9.84% | 8.31% | 6.93% |
| 稅後純益率(%) | 2.49% | 4.24% | 6.00% | 0.02% | 4.38% | -1.20% | -1.09% | 1.41% | 7.15% | 7.94% | 6.32% | 5.28% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -22.28% | -3.21% | 4.97% | -11.64% | 0.77% | -4.28% | -9.84% | 5.83% | 16.04% | 4.30% | -9.40% | 0.64% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | N.A | 64.34% | 48.64% | -99.70% | 21,231.69% | N.A | N.A | N.A | 488.87% | 15.87% | -27.87% | -15.89% |

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。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 7 月 15 日

資產負債表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 資產總計 | 16,975 | 16,684 | 17,750 | 17,822 | 18,647 |
| 流動資產 | 7,888 | 6,755 | 6,967 | 5,729 | 8,128 |
| 現金及約當現金 | 1,220 | 1,277 | 1,203 | 1,035 | 1,433 |
| 應收帳款與票據 | 2,043 | 1,422 | 1,158 | 1,459 | 1,280 |
| 存貨 | 3,103 | 2,562 | 2,527 | 632 | 2,566 |
| 採權益法之投資 | 397 | 380 | 360 | 666 | 297 |
| 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 | 7,214 | 7,742 |
| 流動負債 | 2,993 | 3,109 | 3,422 | 2,170 | 3,010 |
| 應付帳款及票據 | 914 | 1,202 | 778 | 603 | 795 |
| 非流動負債 | 2,148 | 3,534 | 4,101 | 5,218 | 4,715 |
| 權益總計 | 11,835 | 10,041 | 10,227 | 10,608 | 10,905 |
| 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 | 4,094 | 4,390 |
| 母公司業主權益 | 11,163 | 9,447 | 9,581 | 9,969 | 10,223 |
| 負債及權益總計 | 16,975 | 16,684 | 17,750 | 17,822 | 18,647 |

損益表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 20,222 | 17,637 | 13,707 | 13,267 | 13,926 |
| 營業成本 | 15,181 | 16,959 | 12,031 | 11,460 | 11,600 |
| 營業毛利淨額 | 5,040 | 678 | 1,677 | 1,807 | 2,326 |
| 營業費用 | 1,723 | 1,663 | 1,217 | 1,182 | 1,226 |
| 營業利益 | 3,317 | -984 | 460 | 624 | 1,101 |
| EBITDA | 4,015 | 215 | 1,276 | 1,064 | 1,314 |
| 業外收入及支出 | -10 | 457 | -24 | 48 | -4 |
| 稅前純益 | 3,307 | -517 | 467 | 672 | 1,097 |
| 所得稅 | 676 | -179 | 73 | 117 | 219 |
| 稅後純益 | 2,469 | -370 | 342 | 562 | 835 |
| 稅後 EPS(元) | 4.25 | -0.64 | 0.59 | 0.97 | 1.44 |
| 完全稀釋 EPS** | 4.25 | -0.64 | 0.59 | 0.97 | 1.44 |

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% | -3.21% | 4.97% |
| 營業毛利淨額 | 50.04% | -86.55% | 147.25% | 7.74% | 28.77% |
| 營業利益 | 54.71% | N.A | N.A | 35.78% | 76.31% |
| 稅後純益 | 51.06% | N.A | N.A | 64.34% | 48.64% |

獲利能力分析(%)

| | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 24.93% | 3.85% | 12.23% | 13.62% | 16.70% |
| EBITDA(%) | 19.86% | 1.22% | 9.31% | 8.02% | 9.44% |
| 營益率 | 16.40% | -5.58% | 3.35% | 4.71% | 7.90% |
| 稅後純益率 | 12.21% | -2.10% | 2.49% | 4.24% | 6.00% |
| 總資產報酬率 | 14.54% | -2.22% | 1.93% | 3.15% | 4.48% |
| 股東權益報酬率 | 20.86% | -3.69% | 3.34% | 5.30% | 7.66% |

償債能力檢視

| | | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 負債比率(%) | 30.28% | 39.81% | 42.38% | 40.48% | 41.52% |
| 負債/淨值比(%) | 43.43% | 66.15% | 73.55% | 68.00% | 71.00% |
| 流動比率(%) | 263.60% | 217.30% | 203.60% | 264.00% | 270.00% |

其他比率分析

| | | | | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 存貨天數 | 51.81 | 60.96 | 77.21 | 50.30 | 50.30 |
| 應收帳款天數 | 35.62 | 35.85 | 34.35 | 36.00 | 35.90 |

現金流量表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業活動現金 | 2,206 | 816 | 1,021 | 1,009 | 740 |
| 稅前純益 | 3,307 | -517 | 467 | 672 | 1,097 |
| 折舊及攤銷 | 705 | 715 | 771 | 518 | 805 |
| 營運資金變動 | -2,014 | 1,449 | -124 | 1,419 | -1,564 |
| 其他營運現金 | 208 | -831 | -93 | -1,601 | 402 |
| 投資活動現金 | -1,697 | -1,529 | -2,072 | -2,223 | -16 |
| 資本支出淨額 | -1,661 | -1,448 | -1,404 | -1,200 | -1,201 |
| 長期投資變動 | -40 | -74 | -628 | -20 | -20 |
| 其他投資現金 | 4 | -6 | -41 | -1,003 | 1,205 |
| 籌資活動現金 | -65 | 766 | 977 | 1,046 | -327 |
| 長借/公司債變動 | 850 | 1,562 | 784 | 1,117 | -503 |
| 現金增資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 發放現金股利 | -995 | -1,449 | -169 | -174 | -581 |
| 其他籌資現金 | 81 | 654 | 362 | 103 | 758 |
| 淨現金流量 | 443 | 56 | -73 | -168 | 398 |
| 期初現金 | 777 | 1,220 | 1,277 | 1,203 | 1,035 |
| 期末現金 | 1,220 | 1,277 | 1,203 | 1,035 | 1,433 |

資料來源：CMoney、群益

2024 年 7 月 15 日

季度損益表

| (百萬元) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入淨額 | 3,780 | 3,340 | 3,366 | 3,222 | 2,905 | 3,074 | 3,567 | 3,721 | 3,371 | 3,392 | 3,476 | 3,687 |
| 營業成本 | 3,080 | 3,066 | 2,894 | 2,991 | 2,732 | 2,748 | 2,945 | 3,034 | 2,794 | 2,859 | 2,899 | 3,048 |
| 營業毛利淨額 | 700 | 274 | 472 | 231 | 173 | 326 | 622 | 686 | 577 | 534 | 577 | 639 |
| 營業費用 | 322 | 271 | 328 | 296 | 273 | 283 | 307 | 320 | 297 | 299 | 306 | 324 |
| 營業利益 | 378 | 4 | 143 | -65 | -100 | 43 | 315 | 366 | 280 | 235 | 271 | 314 |
| 業外收入及支出 | -18 | 31 | 44 | -50 | 40 | 4 | 2 | 2 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 稅前純益 | 360 | 34 | 188 | -115 | -60 | 47 | 317 | 368 | 279 | 234 | 270 | 313 |
| 所得稅 | 106 | 14 | 36 | -83 | -18 | 12 | 57 | 66 | 56 | 47 | 54 | 63 |
| 稅後純益 | 232 | 1 | 147 | -39 | -32 | 43 | 255 | 295 | 213 | 179 | 206 | 237 |
| 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) | 0.40 | 0.00 | 0.25 | -0.07 | -0.05 | 0.07 | 0.44 | 0.51 | 0.37 | 0.31 | 0.35 | 0.41 |

獲利能力(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|----------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率(%) | 18.51% | 8.21% | 14.01% | 7.18% | 5.94% | 10.59% | 17.44% | 18.44% | 17.11% | 15.73% | 16.60% | 17.33% |
| 營業利益率(%) | 9.99% | 0.11% | 4.26% | -2.01% | -3.44% | 1.39% | 8.84% | 9.84% | 8.31% | 6.93% | 7.80% | 8.53% |
| 稅後純益率(%) | 6.15% | 0.02% | 4.38% | -1.20% | -1.09% | 1.41% | 7.15% | 7.94% | 6.32% | 5.28% | 5.92% | 6.43% |

QoQ(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|-------|---------|-----------|--------|--------|-------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 7.79% | -11.64% | 0.77% | -4.28% | -9.84% | 5.83% | 16.04% | 4.30% | -9.40% | 0.64% | 2.48% | 6.05% |
| 營業利益 | N.A | -99.05% | 3877.92% | N.A | N.A | N.A | 635.46% | 16.11% | -23.48% | -16.08% | 15.30% | 15.95% |
| 稅前純益 | N.A | -90.50% | 449.72% | N.A | N.A | N.A | 576.97% | 16.01% | -24.17% | -16.14% | 15.37% | 16.01% |
| 稅後純益 | N.A | -99.70% | 21231.69% | N.A | N.A | N.A | 488.87% | 15.87% | -27.87% | -15.89% | 14.86% | 15.22% |

YoY(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|---------|---------|---------|--------|---------|----------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 營業收入淨額 | -28.77% | -30.99% | -15.52% | -8.13% | -23.16% | -7.96% | 5.99% | 15.49% | 16.04% | 10.35% | -2.54% | -0.91% |
| 營業利益 | 55.93% | N.A | N.A | N.A | N.A | 1089.49% | 119.92% | N.A | N.A | 448.36% | -14.03% | -14.15% |
| 稅前純益 | -36.25% | N.A | N.A | N.A | N.A | 37.17% | 68.92% | N.A | N.A | 399.44% | -14.89% | -14.89% |
| 稅後純益 | -48.46% | N.A | N.A | N.A | N.A | 6164.69% | 72.94% | N.A | N.A | 313.93% | -19.26% | -19.71% |

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。