

華夏(1305)

HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 鄭羽涵 Michelle Cheng
yuhancheng@masterlink.com.tw

評等

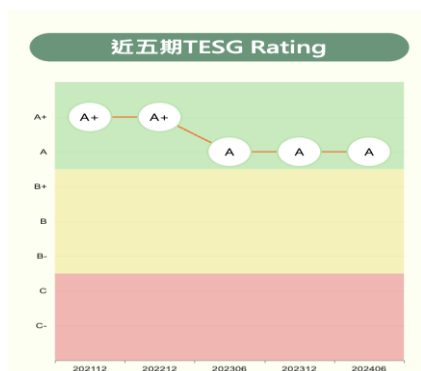
日期:	2024/08/20
目前收盤價 (NT\$):	17.20
目標價 (NT\$):	19
52 週最高最低(NT\$):	16.3-26.5
加權指數:	22409.63

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	5,811
市值 (NT\$/mn):	9,990
市值 (US\$/mn):	333
20 日平均成交量(仟股):	1,608
PER (2024):	59.31
PBR (2024):	1.06
外資持股比率:	4.98
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-7.0	-6.5	-18.9
加權指數報酬率	-2.0	5.4	20.3

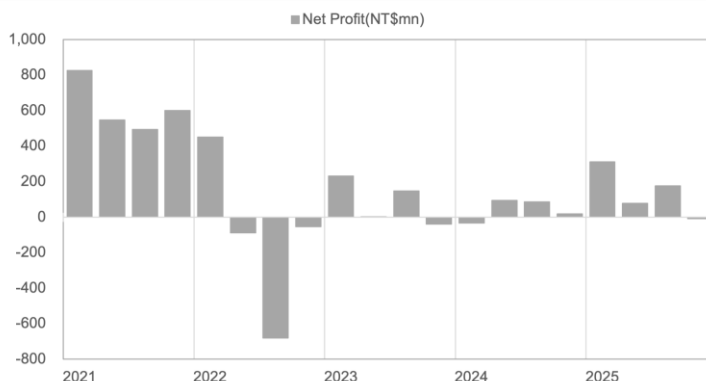
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	19	19
營業收入 (NT\$/mn)	11,762	12,757
毛利率 (%)	9.9	6.9
營益率 (%)	0.5	-2.4
EPS (NT\$)	0.29	-0.23
BVPS(NT\$)	17.40	16.90



營運仍處谷底徘徊，評價合理

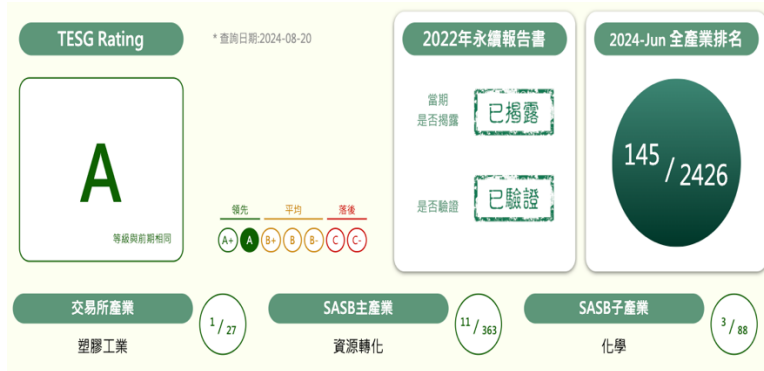
- **2Q24 營運受惠 PVC 利差擴大，財報優於預期，稅後 EPS 為 0.16 元：**
2Q24 毛利率 10.5%，季增 4.5 個百分點，年增 2.3 個百分點，係因原料乙烯價跌且 EDC 報價亦出現修正，PVC 方面，印度 6 月初大選後需求湧現，買家雨季前、BIS 實施前有備貨壓力，船期干擾下出現恐慌性追料，帶動 PVC 行情上揚，利差擴大，稅後 EPS 0.16 元。
- **推估 3Q24 PVC 利差較上季持平至略增，稅後 EPS 為 0.15 元：**預計 3Q24 營運較上季價量持平，推估營收 29.82 億元，QoQ-3.1%，YoY-11.4%；獲利方面，毛利率 11.8%，季增 1.3 個百分點，年減 2.2 個百分點，係因原料乙烯、EDC 報價弱勢，PVC 方面，預期季底行情將受到印度實施 BIS 認證所激勵，報價將持穩上季，推估利差較上季持平至略增，稅後 EPS 0.15 元。
- **給予中立評等：**預估 2024-2025 年華夏稅後 EPS 為 0.29 元、0.96 元，至於股利政策方面，以公司過往 50-60% 配發率推估 2025 年殖利率僅 0.93%，大幅低於往年殖利率水準；評價方面，由於華夏營運仍處谷底徘徊，認為目前評價屬合理，故維持中立評等，目標價 19 元。

Exhibit 1: 稅後淨利



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TESG 企業永續指標



Sources: TEJ、Masterlink

華夏為國內第二大 PVC 製造商

華夏成立於 1964 年，屬於台聚集團關係企業之一，為國內第二大 PVC 製造商，旗下轉投資台灣氯乙烯工業(持股 82.27%)，台氯 VCM 年產能 48.5 萬噸，九成自用。華夏採用乙烯法製造 PVC，主要原料為乙烯、EDC、VCM，其中乙烯由中油和國外廠商供應，EDC 則由台塑和國外廠商供應，而 VCM 則由台氯提供。華夏 PVC 粉提供給國內外二次塑膠加工廠，外銷地區主要為孟加拉、印度、東南亞、中東、南美洲及非洲等，外銷產地相當分散多元。產能方面，華夏目前具有兩座生產基地，位於苗栗頭份和高雄林園，合計 PVC 年產能 45 萬噸。2023 年產品組合：PVC 產品 95%、VCM 產品 5%。

Exhibit 3: 部門營收

Sales(NT\$mn)	2023	%	YoY	2024	%	YoY	2025(F)	%	YoY
PVC產品	12,979	95%	-22%	11,117	95%	-14%	10,441	95%	-6%
VCM產品	729	5%	-26%	645	5%	-11%	572	5%	-11%
合計	13,707	100%	-22%	11,762	100%	-14%	11,013	100%	-6%

Sources: Company, Masterlink

2Q24 營運受惠 PVC 利差擴大，財報優於預期，稅後 EPS 為 0.16 元

2Q24 營收 30.76 億元，QoQ+5.9%，YoY-7.9%，營運表現較上季價增量平(銷量：VCM/PVC 83 萬噸、PVC 製品 10 萬噸、鹼氯 15 萬噸)；獲利方面，毛利 3.22 億元，QoQ+86.4%，YoY+17.3%，毛利率 10.5%，季增 4.5 個百分點，年增 2.3 個百分點，係因：原料部份，中國 2Q24 經濟成長走弱且不如預期，加上乙烯及其衍生物需求疲軟，買家普遍呈現觀望態度，導致 2Q24 乙烯價跌，乙烯-石油腦利差收窄至三季以來低點，2Q24 EDC 價格修正幅度亦高於 PVC，至於 PVC 部分，中國房地產投資下滑，拖累 PVC 需求，然印度 6 月初大選後，PVC 需求湧現，加上買家有雨季前、BIS 實施前備貨壓力，適逢船期干擾，買家出現恐慌性追料，帶動 PVC 行情上揚，整體而言 PVC 利差較上季擴大，費用控管得宜下，本業獲利 4,600 萬元，較上季虧轉盈，YoY+1179%，歸屬母公司稅後淨利 9,400 萬元，較上季虧轉盈，YoY+13561%，單季稅後 EPS 0.16 元，優於預期。

Exhibit 4: 華夏 2Q24 財報與元富預估差異數

NT\$mn	1Q24	2Q24(A)	2Q24(F)	與預期相比	QOQ	YOY	累計YOY
Net sales	2,905	3,076	3,076	0%	5.89	-7.91	-16.00
Margin %	5.94%	10.46%	8.78%	1.68%			
Operating Profit	-100	46	9	408%	虧轉盈	1,179.11	盈轉虧
Operating Margin %	-3.44%	1.50%	0.30%	1.20%			
Total non-ope inc.	40	40	2				
Pre-tax profit	-60	86	11	673%	虧轉盈	151.43	盈轉虧
Net profit	-32	94	7	1196%	虧轉盈	13,560.78	盈轉虧
EPS	-0.05	0.16	0.01	1177%			

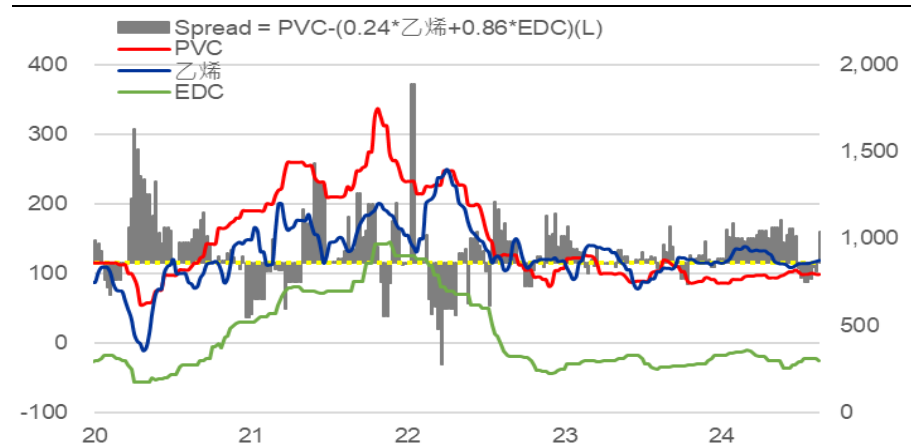
Sources: Company, Masterlink

推估 3Q24 PVC 利差較上季持平至略增，稅後 EPS 為 0.15 元

預計 3Q24 營運較上季價量持平，稼動率方面則維持 2Q24 水準，推估營收 29.82 億元，QoQ-3.1%，YoY-11.4%；獲利方面，預估毛利 3.52 億元，QoQ+9.3%，YoY-25.4%，毛利率 11.8%，季增 1.3 個百分點，年減 2.2 個百分點，係因：原料部份，油價震盪走弱、下游需求持續疲軟帶動乙烯報價下行，然部分亞洲裂解廠延長歲修或調降開工率，認為乙烯報價跌幅有限，EDC 部分也因下游需求不振，行情難以提振，至於 PVC 部分，供給面，中國開工率處於中低水位，且社會庫存有所下降，需求面，印度農業、管材、基建剛需仍在，惟現階段處於雨季，加上雨季前超額備庫，買家出手謹慎，然預期 3Q24 季底 PVC 行情將受到印度實施 BIS 認證所激勵，預計 3Q24 整體 PVC 報價

將持穩上季，PVC 報價浮動主因是運費變化，故須留意近期亞洲運價變動，推估 PVC 利差亦較上季持平至略增，費用控管得宜下，預估本業獲利 6,000 萬元，QoQ+31.1%，YoY-57.8%，歸屬母公司稅後淨利 8,600 萬元，QoQ-8.6pts，YoY-41.5pts，稅後 EPS 0.15 元。

Exhibit 5: PVC 報價與利差

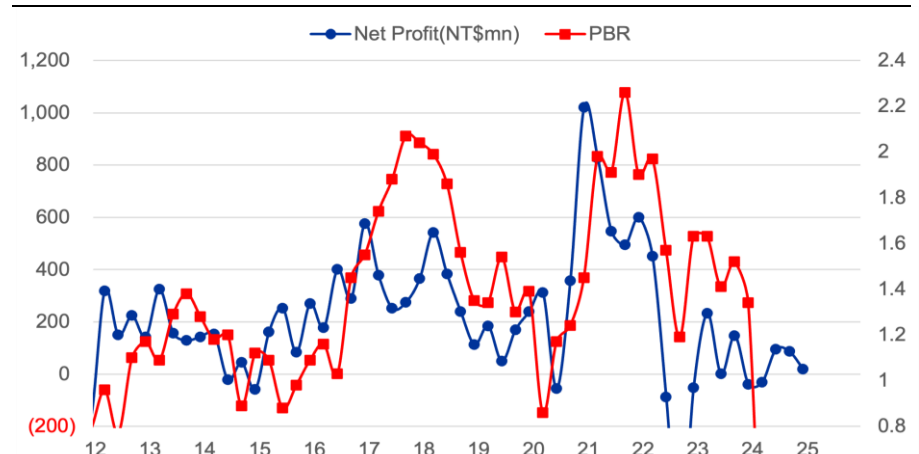


Sources: Company, Masterlink

維持中立評等

至於市場關注的印度 BIS 認證是否於 8/24 日如期實施，則難以預測印度官方態度，近期日本一家廠家剛取得 BIS 認證，目前共台、韓、日五家廠家(10 座工廠)取得認證，以印度每年 PVC 進口量 300-400 萬噸而言，PVC BIS 實施後僅此五家廠家能夠出口至印度，並瓜分每年 300-400 噸市場，對該五家廠家仍十分有利，雖日後不排除印度官方將持續給予日本、美國廠家認證，短期仍正向看待 BIS 實施。元富預估 2024-2025 年華夏稅後 EPS 為 0.29 元、0.96 元，至於股利政策方面，以公司過往 50-60%配發率推估 2025 年殖利率僅 0.93%，大幅低於往年殖利率水準；評價方面，由於華夏營運仍處谷底徘徊，認為目前評價屬合理、未有低估，故維持中立評等，目標價 19 元 (1.1x2025BVPS)。

Exhibit 6: PBR



Sources: Company, Masterlink

Exhibit 7: 股利政策

1305 華夏	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025(F)	2026(F)
EPS(t-1)	1.62	2.95	2.53	2.46	1.18	2.83	4.24	-0.63	0.59	0.29	0.96
現金股利(元)	1.00	1.70	1.50	1.50	0.50	1.80	2.50	0.30	0.35	0.16	0.54
現金股利配發率(%)	62%	58%	59%	61%	42%	64%	59%	-48%	59%	55%	57%
殖利率(%)	4.18%	5.25%	6.82%	7.11%	1.96%	5.19%	9.47%	1.35%	2.03%	0.93%	3.16%

Sources: Company, Masterlink

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	17,637	13,707	11,762	11,010		Cash	1,277	1,203	-181	-580	
COGS	16,959	12,031	10,599	9,416		Marketable securities	1,226	1,902	1,513	1,443	
Gross profit	678	1,677	1,163	1,594		A/R & N/R	974	556	748	739	
Operating expense	1,663	1,217	1,102	1,006		Inventory	2,562	2,527	2,350	2,636	
Operating profit	-984	460	61	588		Others	716	779	1,140	1,098	
Total non-operate. Inc.	467	7	115	176		Total current asset	6,755	6,967	5,571	5,335	
Pre-tax profit	-517	467	176	764		Long-term invest.	451	423	459	454	
Total Net profit	-338	394	161	580		Total fixed assets	8,448	9,250	7,983	8,337	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	9,929	10,783	9,455	9,813	
Net Profit	-370	342	168	556		Total assets	16,684	17,750	15,026	15,149	
EPS (NT\$)	-0.63	0.59	0.29	0.96							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Short-term Borrow	790	1,380	790	987	
Sales	-12.8	-22.3	-14.2	-6.4		A/P & N/P	974	556	748	739	
Gross profit	-86.5	147.3	-30.6	37.0		Other current liab.	1,345	1,486	98	-396	
Operating profit	盈轉虧	虧轉盈	-86.7	863.1		Total current liab.	3,109	3,422	1,636	1,330	
Pre-tax profit	盈轉虧	虧轉盈	-62.2	333.1		L-T borrows	2,432	2,999	1,591	1,976	
Net profit	盈轉虧	虧轉盈	-50.8	230.8		Other L-T liab.	1,102	1,102	1,197	1,166	
EPS	盈轉虧	虧轉盈	-50.6	228.5		Total liability.	6,643	7,523	4,424	4,472	
Margins %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Common stocks	5,811	5,811	5,741	5,793	
Gross	3.8	12.2	9.9	14.5		Reserves	15	18	14	15	
Operating	-5.6	3.4	0.5	5.3		Retain earnings	4,216	4,399	4,847	4,869	
EBITDA	0.9	9.0	2.5	11.8		Total Equity	10,041	10,227	10,602	10,676	
Pre-tax	-2.9	3.4	1.5	6.9		Total Liab. & Equity	16,684	17,750	15,026	15,149	
Net	-2.1	2.5	1.4	5.1							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	2,905	3,076	2,982	2,800		Net income	-370	342	168	556	
Gross profit	173	322	352	317		Dep & Amort	697	750	52	483	
Operating profit	-100	46	60	55		Investment income	-10	12	-11	-8	
Total non-ope inc.	40	40	50	-14		Changes in W/C	1,161	-195	-254	-283	
Pre-tax profit	-60	86	110	41		Other adjustment	-661	112	57	105	
Net profit	-32	94	86	19		Cash flow – ope.	816	1,021	12	853	
EPS	-0.05	0.16	0.15	0.03		Capex	-1,448	-1,404	-1,411	-1,481	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Change in L-T inv.	0	-8	-2	-2	
Net sales	-23.2	-7.9	-11.4	-13.1		Other adjustment	-80	-661	-211	-247	
Gross profit	-75.3	17.3	-25.4	37.1		Cash flow –inve.	-1,529	-2,072	-1,623	-1,730	
Operating profit	盈轉虧	1,179.1	-57.8	虧轉盈		Free cash flow	590	590	412	448	
Net profit	盈轉虧	13,560.8	-41.5	虧轉盈		Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Cash dividend	-1,449	-169	-719	-833	
Net sales	-9.8	5.9	-3.1	-6.1		Other adjustment	1,626	556	536	862	
Gross profit	-25.3	86.4	9.3	-9.9		Cash flow-Fin.	766	977	228	477	
Operating profit	續虧損	虧轉盈	31.1	-9.8		Exchange influence	2	1	-1	0	
Net profit	續虧損	虧轉盈	-8.6	-77.8		Change in Cash	56	-73	-1,384	-400	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		Ratio Analysis					
Gross	5.9	10.5	11.8	11.3		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
Operating	-3.4	1.5	2.0	1.9		ROA	-2.2	2.0	1.0	3.7	
Net	-1.1	3.1	2.9	0.7		ROE	-3.7	3.4	1.6	5.2	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 5 of 5