

台塑 (1301 TT) Formosa Plastics

3Q24 旺季不旺，新產能競爭持續，2024 年及 2025 年獲利下修

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$46.5

收盤價 (2024/09/06)：NT\$46.3

隱含漲幅：0.4%

營收組成

PVC 37.5% / PE+EVA 21.7% / PP 12.6%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	46.5	60.0
2024年營收 (NT\$/十億)	200.7	204.9
2024年EPS	0.7	0.8

交易資料表

市值	NT\$294,410百萬元
外資持股比率	28.4%
董監持股比率	14.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$54.23
負債比	37.9%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	251,647	199,139	200,657	205,576
營業利益	26,799	-4,029	-998	1,379
稅後純益	36,143	7,338	4,200	5,670
EPS (元)	5.68	1.15	0.66	0.89
EPS YoY (%)	-49.3	-79.7	-42.8	35.0
本益比 (倍)	8.2	40.1	70.1	51.9
股價淨值比 (倍)	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	9.5	2.1	1.2	1.6
現金殖利率 (%)	9.1%	2.2%	1.2%	1.6%
現金股利 (元)	4.20	1.00	0.56	0.76

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantan.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuantan.com

元大觀點

3Q24 旺季不旺，報價下跌，利差萎縮，預估稅後 EPS 下修 34.2%至 0.24 元，雖季增 9.8%，但年減 77.5%。

2H24 營運不如預期，預估 4Q24 稅後 EPS 下修 26.2%至 0.18 元，2024 年及 2025 年稅後 EPS 各下修 18.1%/22.2%至 0.66 元/0.89 元。

考量中國新產能投放，競爭激烈，復甦偏弱，亦有碳費課徵利空，建議持有，目標價 46.5 元(0.85 PBR X 2025 年底淨值 54.56 元)。

旺季不旺，台塑 3Q24 稅後 EPS 下修 34.2%至 0.24 元

利差改善，台塑 2Q24 稅後 EPS 提升至 0.21 元，優於元大預期 21.9%。惟 3Q24 旺季不旺，產品普遍利差萎縮，3Q24 營收下修 4.1%至 503.42 億元，季減 1.5%，營業利益下修 84.9%至 0.42 億元，季減 75.2%，業外股利 10 億元挹注，稅後 EPS 下修 34.2%至 0.24 元，雖季增 9.8%，但年減 77.5%。

2024/2025 年稅後 EPS 各下修 18.1%/22.2%至 0.66 元/0.89 元

印度針對 PVC 產品 BIS 認證遞延至 2024/12/24 實施，預期 2024 年底前將有一波 PVC 庫存回補潮，提振 PVC 報價，台塑營運可略為改善，惟整體動能依舊疲軟，4Q24 營收下修 3.2%至 510.97 億元，季增 1.5%，營業利益下修 41.4%至 2.35 億元，季增 459.5%，業外少了股利收入認列，稅後 EPS 下修 26.2%至 0.18 元(原估 0.24 元)，季減 25.5%。預估 2024 年營收下修 2.1%至 2006.57 億元，年增 0.8%，營業虧損 9.98 億元，稅後 EPS 下修 18.1%至 0.66 元，年減 42.8%。預估 2025 年營收下修 3.7%至 2055.76 億元，年增 2.5%，營業利益下修 25.7%至 13.79 億元，稅後 EPS 下修 22.2%至 0.89 元，年底淨值 54.56 元。

中國新產能競爭持續及碳費開徵利空，投資建議為持有

對台塑(1301)投資建議為持有，乃考量中國 PVC 年產能 2800 萬噸，但需求僅 1900 萬噸，供需過剩，PE 及 PP 則面臨中國同業產能擴充的競爭壓力，獲利改善空間受限，復甦偏弱，預估 2024 年及 2025 年稅後 EPS 各下修至 0.66 元及 0.89 元，遠低於 2021 年之前幾年獲利均在 3-4 元以上的水準。另台塑也面臨政府開徵碳費的衝擊，影響稅前 EPS 約 0.4 元，削弱獲利表現。目前本淨比約為 0.85 倍，評價合理，投資建議為持有-超越同業，PBR 自 1.1 下修至 0.85，目標價由 60 元下調至 46.5 元(評價基礎為 0.85 PBR X 2025 年底淨值 54.56 元)。

營運分析

本業由虧轉盈，2Q24 稅後 EPS 改善至 0.21 元，優於元大預期 21.9%

台塑 2Q24 本業虧轉盈，優於預期，抵銷業外獲利減少之干擾。2Q24 營收 511.09 億元，季增 6.2%，年增 5.5%，2Q24 各產品平均價格上漲，且中國內需回溫，銷售量增加，提振營收。營益率改善 3.3ppt 至 0.3%(原估-0.04%)，營業利益 1.70 億元(原估營業虧損 0.23 億元)，虧轉盈，也優於 2Q23 同期虧損 24.73 億元，本業獲利改善。業外轉投資台塑美國獲利改善抵銷台塑化獲利貢獻減少，台塑稅後 EPS 提升至 0.21 元(原估 0.18 元)，季增 517.9%，年增 11.4%，優於元大預期 21.9%。2Q24 營益率由負轉正，乃原料乙烯及丙烯下跌，而台塑旗下產品價格回升，利差好轉所貢獻。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	48,447	48,108	51,109	6.2%	5.5%	51,476	51,018	-0.7%	0.2%
營業毛利	929	1,833	3,738	103.9%	302.3%	3,552	3,028	5.2%	23.5%
營業利益	-2,473	-1,445	170	--	--	-23	-181	-	-
稅前利益	1,073	361	1,343	272.3%	25.2%	1,399	1,355	-4.0%	-0.9%
稅後淨利	1,225	221	1,365	517.9%	11.4%	1,119	1,235	21.9%	10.5%
調整後 EPS (元)	0.19	0.03	0.21	518.0%	11.4%	0.18	0.19	21.9%	8.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	1.9%	3.8%	7.3%	3.5	5.4	6.9%	5.9%	0.4	1.4
營業利益率	-5.1%	-3.0%	0.3%	3.3	5.4	0	-0.4%	0.4	0.7
稅後純益率	2.5%	0.5%	2.7%	2.2	0.1	2.2%	2.4%	0.5	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

3Q24 旺季不旺，報價及利差下跌，預估 3Q24 下修 34.2%至 0.24 元

展望 3Q24，台塑 7 月營收一度回溫，惟 8 月營收降至 161.41 億元，月減 8.9%，年減 7.8%，乃麥寮 PVC 廠及鯤廠歲修，且客戶提前於 7 月進行 PVC 拉貨，另外 PE 市況低迷，調降開工率因應，導致 8 月產銷滑落。由於中國需求欠佳，且印度對 PVC 的 BIS 認證延後執行，PVC 買氣滑落，拖累台塑各產品線報價普遍下跌，旺季不旺，預估 3Q24 營收下修 4.1%至 503.42 億元(原估 525.06 億元)，季減 1.5%，年減 0.8%，產品報價滑落，利差萎縮，營益率滑落至 0.2ppt 至 0.1%(原估 0.5%)，營業利益下修 84.9%至 0.42 億元(原估 2.8 億元)，季減 75.2%，年減 76.1%，業外收入方面，股利收入推估 10 億元貢獻，惟轉投資台塑化獲利貢獻下修至 8.32 億元(原估 15.3 億元)，稅後 EPS 下修 34.2%至 0.24 元(原估 0.36 元)，季增 9.8%，年減 77.5%。獲利年減乃係 3Q23 台塑化獲利大增，墊高基期所致。

4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 26.2%及 18.1%，分別至 0.18 元及 0.66 元

展望 4Q24，印度政府針對 PVC 產品 BIS 認證執行時點遞延至 2024/12/24 實施，預期 2024 年底前還是會有一波 PVC 庫存回補潮，可提振 PVC 報價，另外中國經濟振興政策也刺激塑化產品需求，營運可望較 3Q24 略為改善，惟整體動能依舊疲軟，預估 4Q24 營收下修 3.2%至 510.97 億元(原估 527.68 億元)，季增 1.5%，年增 7.0%，營益率改善 0.4ppt 至 0.5%(原估 0.8%)，營業利益下修 41.4%至 2.35 億元(原估 4.01 億元)，季增 459.5%，優於 4Q23 虧損 17.48 億元，業外少了股利收入認列，且轉投資台塑化獲利貢獻下修至 9.5 億元(原估 13.57 億元)，稅後 EPS 下修 26.2%至 0.18 元(原估 0.24 元)，季減 25.5%，但優於 4Q23 之-0.46 元。預估 2024 年營收 2006.57 億元(原估 2048.58 億元)，年增 0.8%，下修幅度 2.1%，營益率滑落改善 1.5ppt 至-0.5%(原估-0.4%)，營業虧損縮減至 9.98 億元(原估虧損 7.86 億元)，較 2023 年虧損 40.3 億元收斂，業外轉投資台塑化獲利下修 29.5%至 39.98 億元(原估 56.67 億元)，以及股利收入挹注，台塑稅後 EPS 下修 18.1%至 0.66 元(原估 0.81 元)，年減 42.8%，年底淨值 54.23 元。儘管台塑 2Q24 本業獲利優於預期，惟 2H24 本業獲利欠佳，不如預期，造成 2024 年全年本業仍處虧損狀態。

2025 年稅後 EPS 下修 22.2%至 0.89 元

展望 2025 年全球經濟重啟成長軌道，台塑 PVC 銷往印度市場的規模擴大，有利台塑旗下產品價格及利差回穩，惟中國新增產能投產，競爭壓力仍大，削弱台塑營收復甦動能，預估 2025 年營收下修 3.7%至 2055.76 億元(原估 2133.81 億元)，年增 2.5%，營益率改善 1.2ppt 至 0.7%(原估 0.9%)，營業利益下修 25.7%至 13.79 億元(原估 18.55 億元)，較 2024 年虧損 9.98 億元收斂，業外轉投資台塑化獲利下修 31.5%至 42.85 億元(原估 59.62 億元)，以及股利收入挹注，台塑稅後 EPS 下修 22.2%至 0.89 元(原估 1.15 元)，年底淨值 54.56 元。另外 2025 年台塑將面臨政府開徵碳費的衝擊，營業成本增加，削弱 2025 年獲利表現，是較負面干擾因素，亦須留意。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	50,736	51,109	50,342	-1.5%	-0.8%	52,506	52,364	-4.1%	-3.9%
營業毛利	3,664	3,738	3,549	-5.1%	-3.1%	3,938	3,697	-9.9%	-4.0%
營業利益	176	170	42	-75.2%	-76.1%	280	391	-84.9%	-89.3%
稅前利益	6,838	1,343	1,873	39.5%	-72.6%	2,846	2,648	-34.2%	-29.3%
稅後淨利	6,671	1,365	1,498	9.8%	-77.5%	2,277	2,383	-34.2%	-37.1%
調整後 EPS (元)	1.05	0.21	0.24	9.8%	-77.5%	0.36	0.38	-34.2%	-36.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	7.2%	7.3%	7.1%	-0.3	-0.2	7.5%	7.1%	-0.5	0.0
營業利益率	0.4%	0.3%	0.1%	-0.3	-0.3	0.5%	0.7%	-0.4	-0.7
稅後純益率	13.2%	2.7%	3.0%	0.3	-10.2	4.3%	4.6%	-1.4	-1.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	47,743	50,342	51,097	1.5%	7.0%	52,768	52,552	-3.2%	-2.8%
營業毛利	1,767	3,549	3,832	8.0%	116.9%	4,116	3,878	-6.9%	-1.2%
營業利益	-1,748	42	235	459.5%	-	401	220	-41.4%	6.8%
稅前利益	-3,380	1,873	1,395	-25.5%	-	1,890	1,576	-26.2%	-11.5%
稅後淨利	-2,901	1,498	1,116	-25.5%	-	1,512	1,372	-26.2%	-18.7%
調整後 EPS (元)	-0.46	0.24	0.18	-25.5%	-	0.24	0.22	-26.2%	-16.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.7%	7.0%	7.5%	0.4	3.8	7.8%	7.4%	-0.3	0.1
營業利益率	-3.7%	0.1%	0.5%	0.4	4.1	0.8%	0.4%	-0.3	0.0
稅後純益率	-6.1%	3.0%	2.2%	-0.8	8.3	2.9%	2.6%	-0.7	-0.4

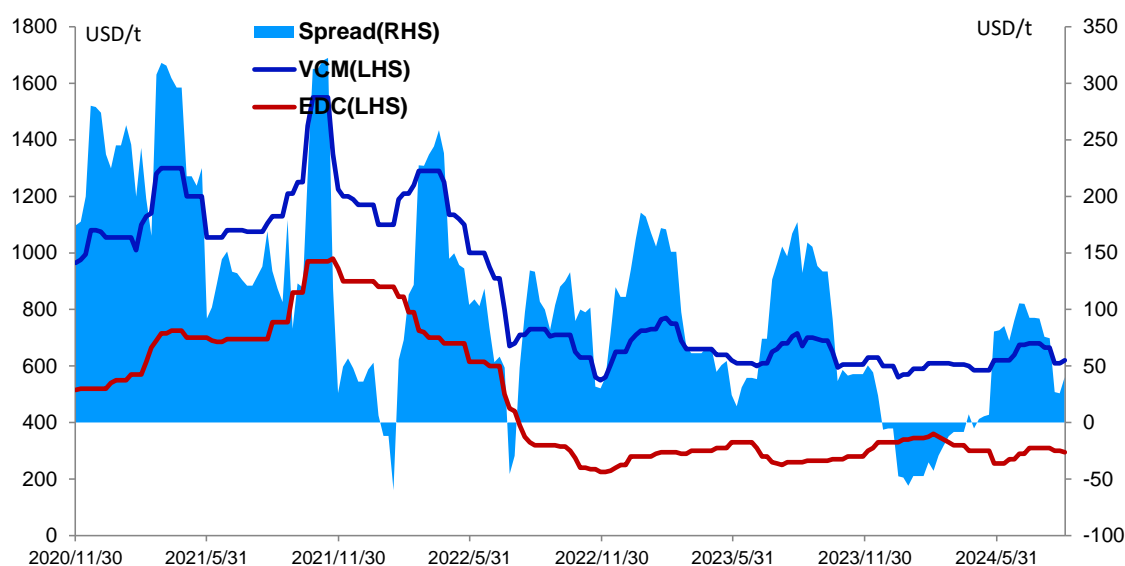
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

台塑旗下產品營運普遍低迷，而印度 BIS 認證實施遞延，暫時壓抑台塑出貨

台塑旗下各產品線營表現均屬低迷。分述如下：

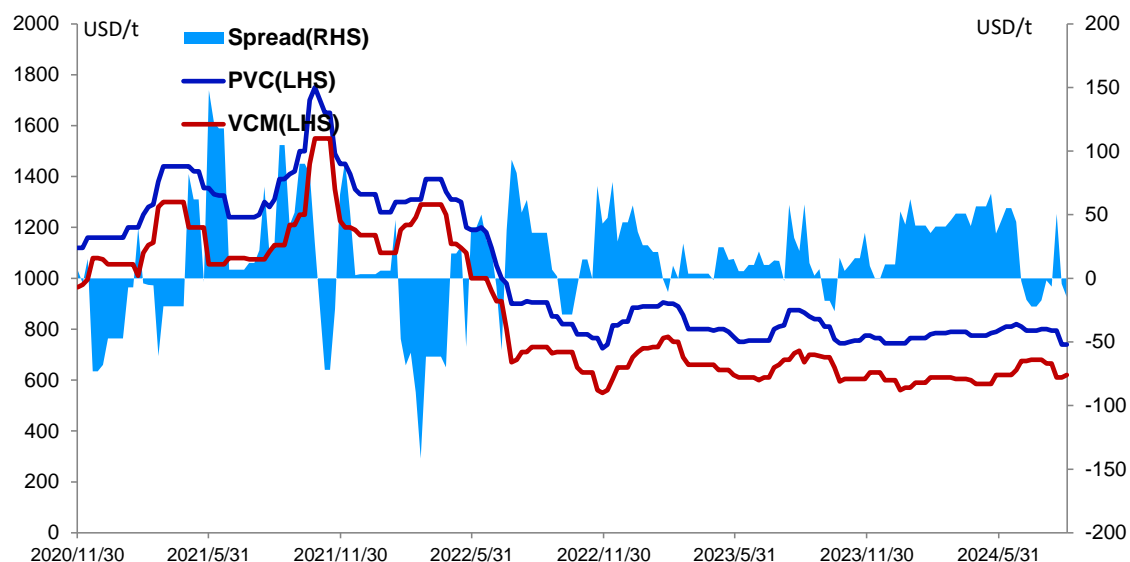
(1)PVC 產品，由於中國農曆年後，需求復甦不如預期，歐美終端市場處於庫存去化階段，印度買盤也陷入停滯，另外中油歲修，乙烯原料減供，導致台塑 PVC 減產，出貨降溫。整體而言，中國 PVC 年產能約 2800 萬噸，但需求僅 1900 萬噸，供過於求大環境並未改變，競爭環境持續。不過中國國務院 2024/5/29 發布節能減碳行動方案，中國電石法 PVC 產能開工將受到限制，產量可望降低。另一方面印度針對 PVC 進口實施 BIS 認證，未取得 BIS 認證的 PVC 將禁止進口到印度，由於中國 PVC 廠商尚未取得 BIS 認證，中國出口 PVC 到印度受阻。惟印度政府將正式實施日期由原定 2024/8/24 遞延至 2024/12/24 執行，使得中國廠商 4Q24 仍可出口到至印度市場，恐暫時壓抑已取得 BIS 認證的台塑擴大爭取印度 PVC 市佔率的機會，預期 2025 年台塑才能進一步擴大印度 PVC 銷售量。

圖 4：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

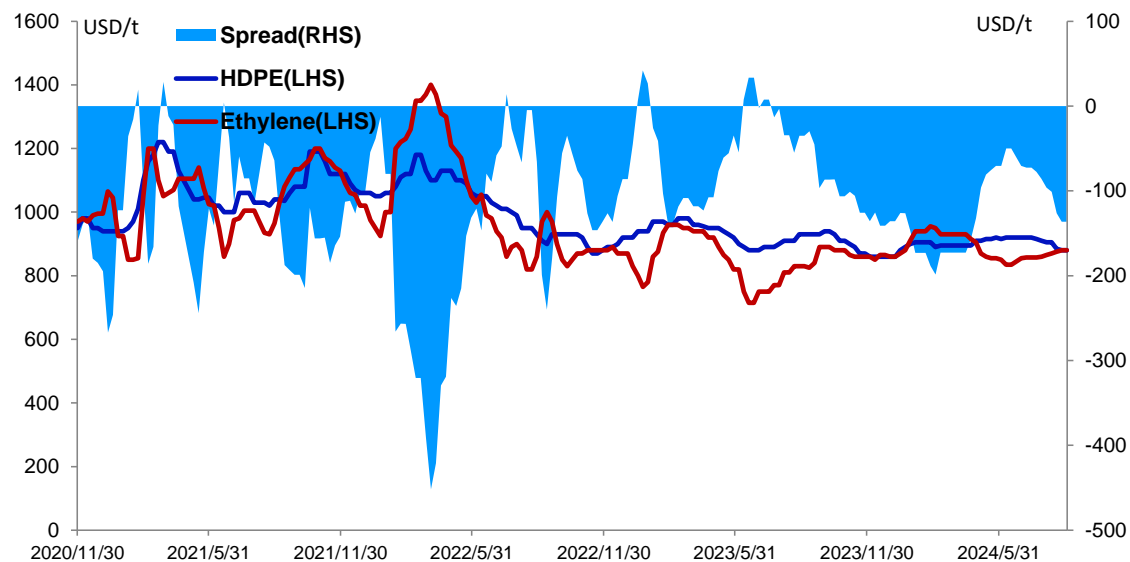
圖 5：PVC 及 VCM 現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧預估

(2)PE 產品線，近幾年中國及美國持續有 PE 新產能投放，而中國需求欠佳，歐美受通膨及升息影響，需求也顯得疲弱，整體供給增加速度超過需求，供需結構不佳，目前 HDPE 及 LLDPE 價格弱勢，利差為負，處於虧損狀態。PP 市況，由於中國及美國仍有相當大量 PDH 丙烷脫氫再生產 PP 的新產能開出，供給大增，產能過剩，需求成長受限，供需同樣不佳。

圖 6：HDPE 及乙烯現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧預估

圖 7：LLDPE 及乙烯現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)

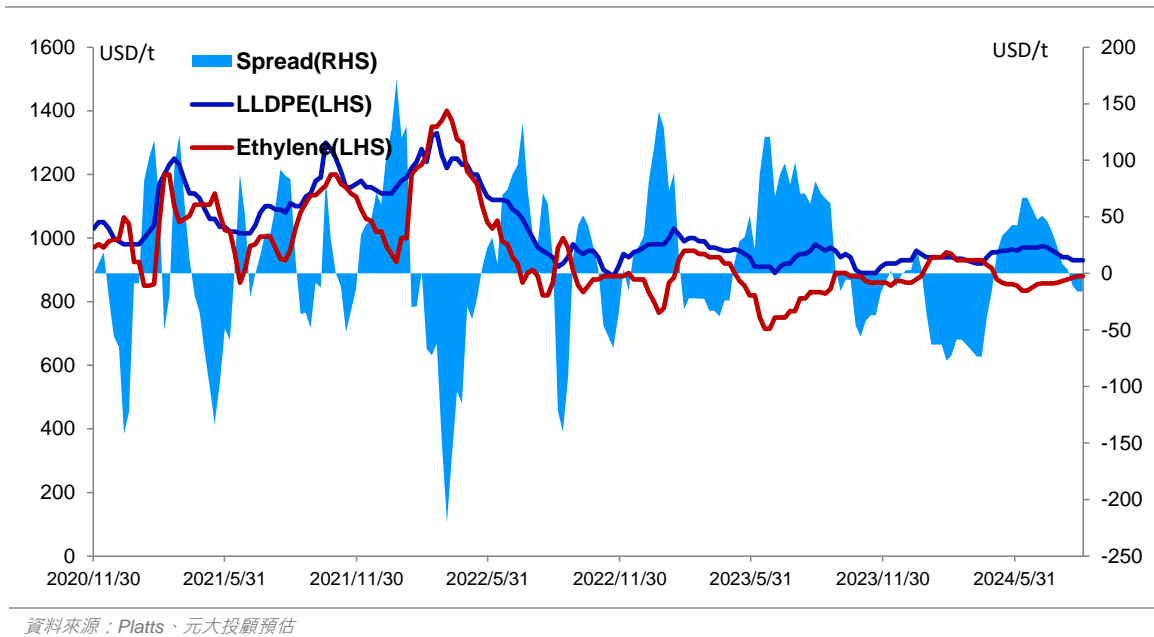
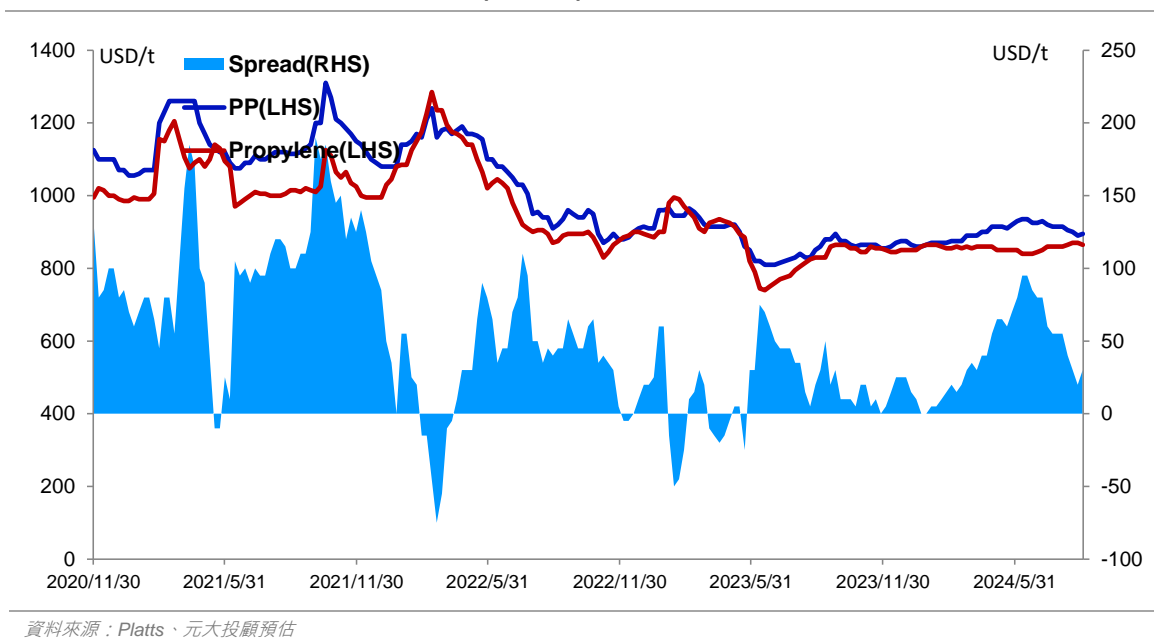
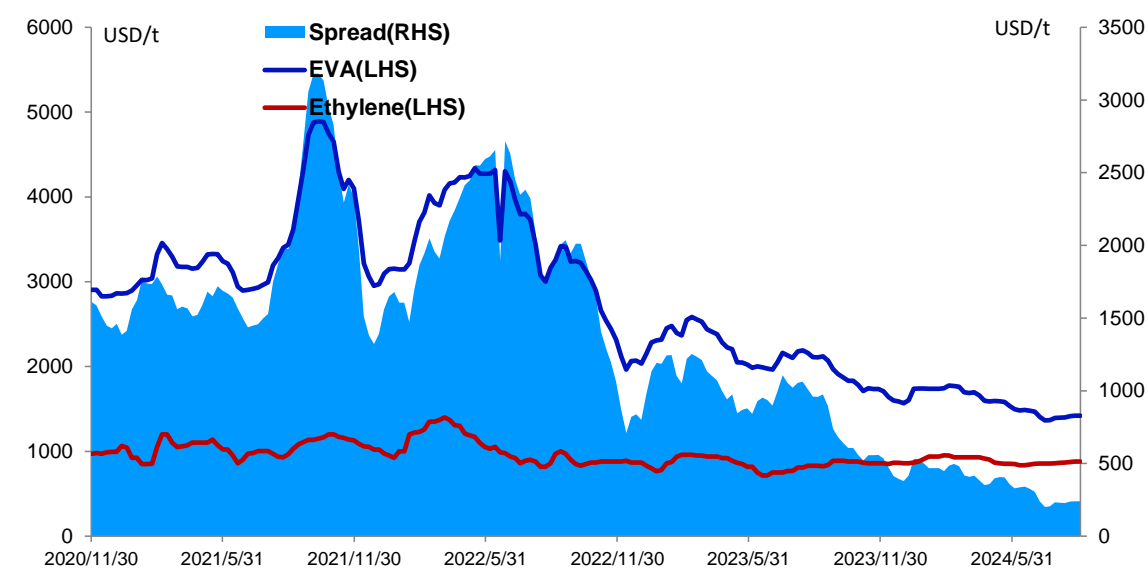


圖 8：PP 及丙烯現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



(3)EVA 市況方面，前 2 年太陽能安裝需求成長，提振太陽能級 EVA 需求，EVA 價格及利差表現較亮麗，惟 2024 年以來，中國寧夏寶豐 EVA 新產能開出，導致 EVA 價格下跌，EVA 利差也萎縮。另一方面，美國針對中國太陽能產品進口關稅，稅率由 25%調高至 50%，並取消雙面太陽能關稅豁免，美國也針對馬來西亞、柬埔寨、泰國及越南等東南亞生產的太陽能產品的進口免稅優惠也於 2024/6/6 到期後不再展延，並要求溯源管理，造成中國太陽能廠商出口陷入嚴峻挑戰，也削弱對太陽能級 EVA 需求，預期 EVA 價格仍將延續弱勢。

圖 9：EVA 及乙烯現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)

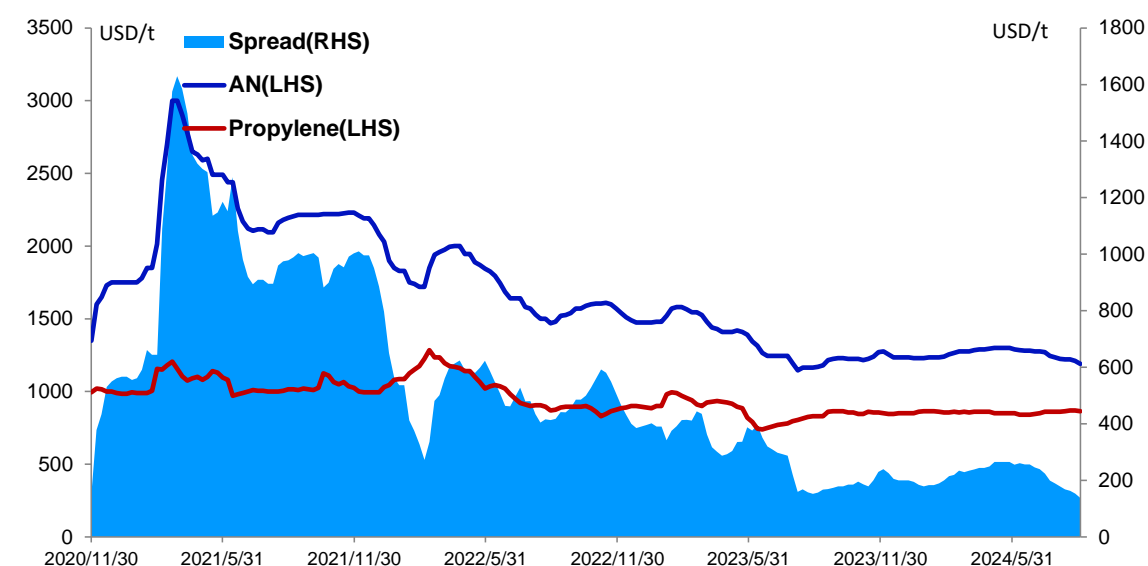


資料來源：Platts、元大投顧預估

(4)AE 下游需求主要跟房地產連動，中國房市景氣疲軟，加上中國新生兒減少，人口紅利消失，未來中國房市景氣要回升，難度較高，將抑制 AE 需求增長空間。不過台塑的 AE 產品已經通過印度 BIS 認證，因此銷往印度市場出貨量增加，有利稼動率提升，預期虧損有機會逐步收斂。

(5)AN 市況，下游應用以 ABS、壓克力棉及橡膠輪胎等，汽車銷售動能較為平淡，輪胎及橡膠需求動能平穩，歐美成衣市場回補庫存尚不明顯，壓克力棉需求平淡，而房地產景氣低迷拖累家電需求不振，AN 需求面展望仍保守，而中國持續有 AN 新產能投放，供需格局不佳。不過台塑的 AN 產品已取得印度 BIS 認證，預期未來可銷往印度市場，降低中國市場干擾。

圖 10：AN 及丙烯現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧預估

2Q24 台塑旗下各產品普遍上漲，產品利差略為改善

2Q24 以來，中東局勢緊繃，推升油價創年內新高，布蘭特原油一度上漲至 92.18 美元高點後，震盪回落至 6 月初的波段低點 76.76 美元，不過以阿衝突對原油生產干擾的風險，再激勵油價反彈回 6 月底 85 美元，累積 2Q24 跌幅收斂至 2.3%。3Q24 為傳統用油旺季，預期可支撐油價呈現高檔整理格局。上游原料 2Q24 價格表現，中國需求依舊疲軟，但供給寬鬆，拖累乙烯整季度下跌 9.1%，丙烯小跌 2.3%。台塑各產品線 2Q24 報價表現普遍上揚，PVC 上漲 3.8%，VCM 上漲 4.9%，AN 小漲 0.4%，PP 上漲 3.9%，LLDPE 上漲 4.3%，HDPE 上漲 2.8%，僅 EVA 下跌 12.7%較弱。至於 2Q24 各產品平均利差表現普遍改善，PVC 及 VCM 利差合計由 5 美元擴大至 85 美元，AN 利差由 201 美元改善至 248 美元，PP 利差由 13 美元改善至 58 美元。至於 HDPE 利差由-161 美元改善至-135 美元，LLDPE 利差由-40 美元改善至-20 美元，虧損收斂，僅 EVA 利差由 469 美元續降至 370 美元，表現較為疲弱。2Q24 各產品平均利差改善，係受惠原油及乙烯、丙烯等原料價格弱勢所致，至於 EVA 利差持續惡化，反映中國 EVA 新產能投放的衝擊所致。

3Q24 旺季不旺，台塑旗下各產品普遍下跌，產品利差萎縮

至於 3Q24 各產品市況，以阿衝突加劇，加上利比亞政局不穩，等利多因素，與需求減緩擔憂及 OPEC+將增產的利空因素拉扯，油價於 3Q24 先漲後跌，下跌 13.7%QTD，走勢疲弱。另外 3Q24 亞洲裂解廠歲修較為多，廠商也降低開工率，烯烴產量減少，支撐烯烴價格，原料端乙烯小漲 4.1%，丙烯上漲 3.0%表現較佳，惟由於中國經濟復甦緩慢，需求疲軟，市況低迷，且印度對 PVC 的 BIS 認證延後執行，PVC 買氣滑落，拖累台塑各產品線報價普遍下跌，以 PVC 下跌 9.8%QTD 最弱，其餘包括 VCM 下跌 3.1%QTD，AN 下跌 7.0%QTD，PP 下跌 3.2%QTD，LLDPE 下跌 4.1%QTD，HDPE 下跌 4.3%QTD，EVA 下跌 4.1%QTD。至於 3Q24 各產品平均利差也普遍轉弱，PVC 及 VCM 利差回落至 78 美元，AN 利差降至 206 美元，PP 利差降至 60 美元，而 EVA 利差萎縮至 259 美元，獲利貢獻降低。至於 HDPE 利差 改善至-87 美元，LLDPE 利差改善至 27 美元，獲利略為好轉，但貢獻度較小。

整體而言，中國剛性需求支撐，買氣略見回溫，加上同業控管開工率及產量，盡量避免削價競爭，各產品價格及利差見到改善。惟中國新產能投放的干擾仍在，中國經濟復甦不如預期，來自歐美的外銷訂單展望也不明朗，亦有油價偏強勢的成本面壓力，預期台塑旗下產品線利差中長期展望仍無法太樂觀。

圖 11：1Q23 – 2Q24 各產品利差彙整表

Products	Average Spreads (USD/Ton)						
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24TD
PVC+VCM	168	56	157	56	5	85	78
EVA	1142	960	979	547	469	370	259
AN	400	336	209	199	201	254	206
PP	10	14	33	12	13	63	60
HDPE	-65	-60	-28	-113	-161	-104	-87
LLDPE	42	25	71	-22	-40	7	27

資料來源：Platts、元大投顧

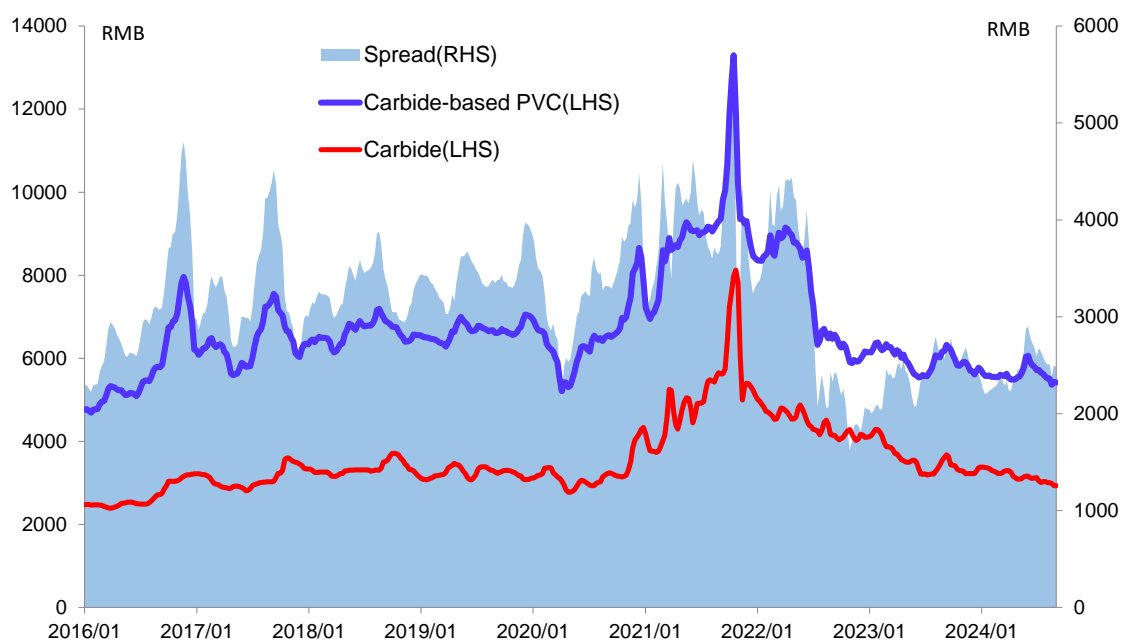
預估台塑一年碳費支出約 25.42 億元，影響稅前 EPS 約 0.4 元

政府預計開徵碳費，依據台塑揭露，初步以 2022 年碳排放量 794.3 萬噸，以及每噸碳費 320 元台幣(約 10 美元)計算，估計台塑一年碳費將達 25.42 億元，影響台塑稅前 EPS 約 0.4 元，將是削弱中長期獲利表現的負面因素。環境部日前公告碳費相關三項子法，預期將延至 2024 年 10 月完成審議，2025 年 5 月採試申報，2026 年才會真正開徵碳費。台塑 2024 年將不用負擔碳費支出，2025 年獲利才會受到碳費開徵影響，後續仍需持續觀察。

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

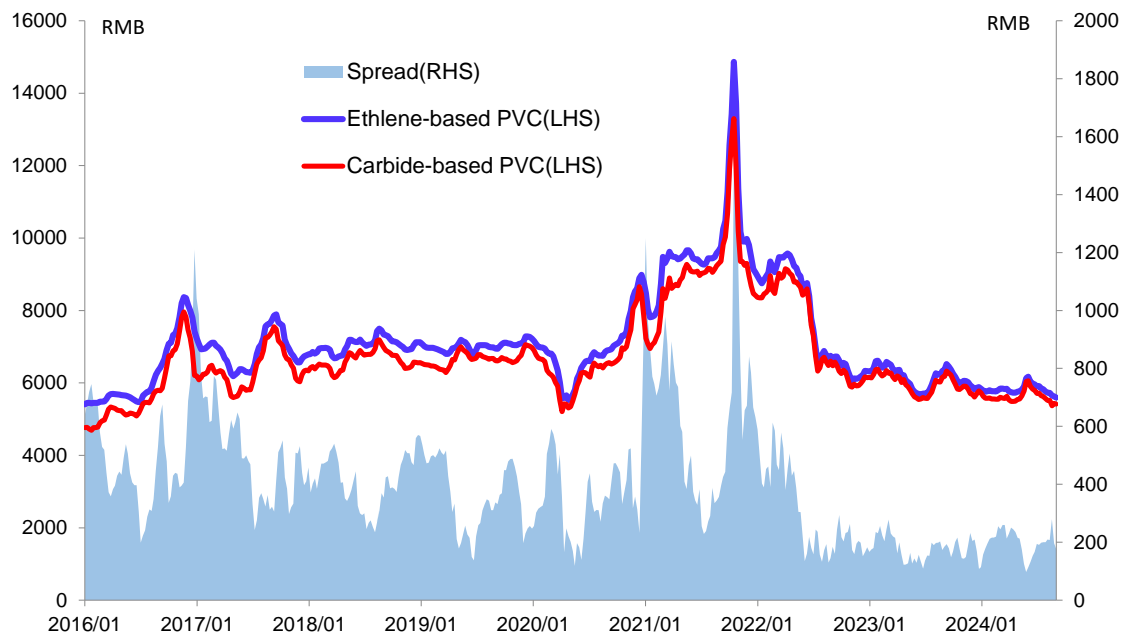
PVC 生產有兩大生產工藝，電石法及乙烯法，中國的 PVC 廠商多採用電石法，乃因中國石油及天然氣資源匱乏，但煤炭及電石蘊藏豐富，具備生產電石法 PVC 的優勢，而全球其他國家則採用石油或天然氣體系的乙烯法 PVC 為主。電石法 PVC 的原料為煤炭及石灰石等，生產路徑為煤炭及石灰石生產出電石，電石雨水作用生成乙炔，而鹽電解產出氯化氫之後，氯化氫與乙炔反應生成 VCM 單體(氯乙烯)，經過聚合反應生產 PVC (聚氯乙烯)。中間包括電石生產及電解製程，都是高耗能的生產流程，也會大量排放二氧化碳，因此電石法 PVC 是屬於不環保的高耗能高污染生產工藝。至於乙烯法 PVC 的原料則是乙烯，生產出二氯乙烷後，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 12：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 13：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 2772 萬噸，電石法 PVC 產能 2105 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 1000 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。

2024/5/29 中國國務院再發布 2024-2025 年節能降碳行動方案，以推進碳達峰碳中和，完成十四五節能降碳的約束性指標，其中針對石化業的節能降碳行動，提出以下三點準則，

- (1) 嚴格石化化工產業政策要求。強化石化產業規劃佈局剛性約束。嚴控煉油、電石、磷鉍、黃磷等行業新增產能，禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯產能，嚴格控制新增延遲焦化生產規模。新建和改擴建石化化工專案須達到能效標杆水準和環保績效 A 級水準，用於置換的產能須按要求及時關停並拆除主要生產設施。全面淘汰 200 萬噸/年及以下常減壓裝置。到 2025 年底，全國原油一次加工能力控制在 10 億噸以內。
- (2) 加快石化化工行業節能降碳改造。實施能量系統優化，加強高壓低壓蒸汽、馳放氣、餘熱餘壓等回收利用，推廣大型高效壓縮機、先進氣化爐等節能設備。到 2025 年底，煉油、乙烯、合成氨、電石行業能效標杆水準以上產能占比超過 30%，能效基準水準以下產能完成技術改造或淘汰退出。2024—2025 年，石化化工行業節能降碳改造形成節能量約 4000 萬噸標準煤、減排二氧化碳約 1.1 億噸。
- (3) 推進石化化工工藝流程再造。加快推廣新一代離子膜電解槽等先進工藝。大力推進可再生能源替代，鼓勵可再生能源制氫技術研發應用，支援建設綠氫煉化工程，逐步降低行業煤制氫用量。有序推進蒸汽驅動改電力驅動，鼓勵大型石化化工園區探索利用核能供汽供熱。

由於十四五計畫執行只剩約一年半時間，節能減碳趨勢下，中國官方將加強管控力道，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，展望可趨於正向，後續須持續觀察政策執行狀況。

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

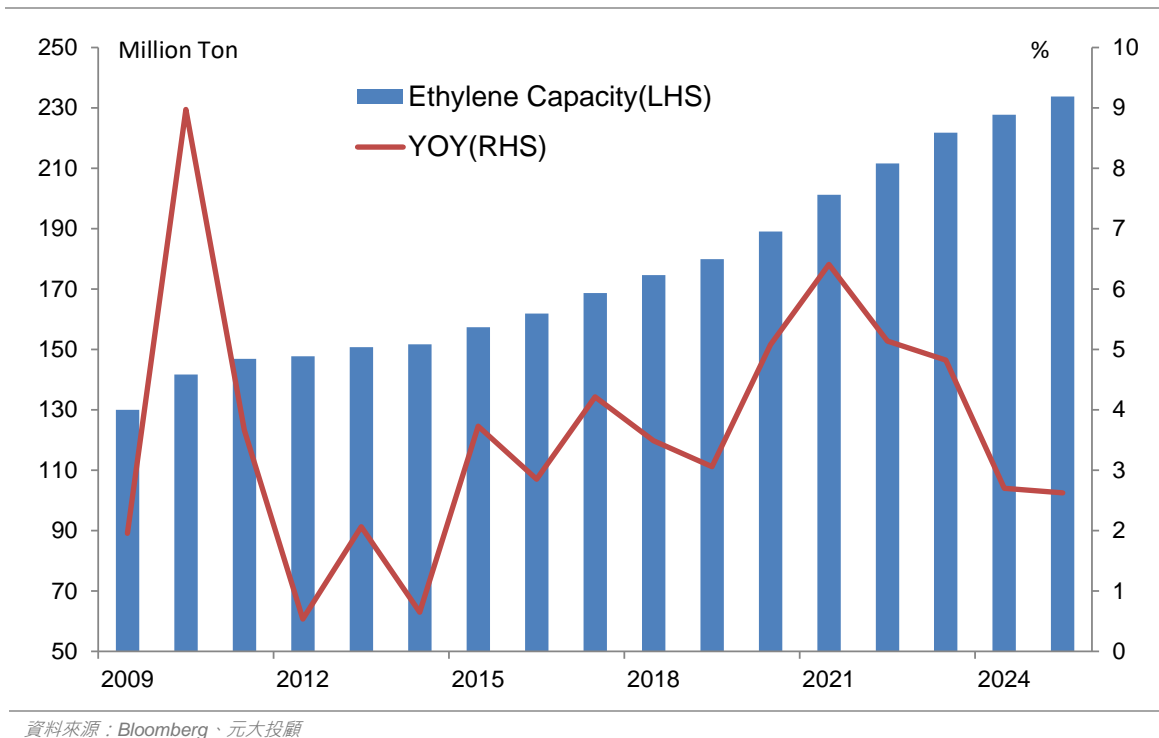
PVC 的下游應用分布在日常消費的各領域，其中以管材、管件是 PVC 最大消費量的應用，用量佔比達 36%，型材、門窗是 PVC 第二大消費應用，佔比約 14%。其他應用領域還包括地板、牆板等板材、薄膜等領域，因此 PVC 製品多用於建築材料，PVC 需求與房地產景氣，以及政府推動基礎建設政策息息相關。目前全球主要品牌的代工生產據點也逐漸往印度移動，印度政府迫切需要推動基礎建設以滿足製造業廠房興建及交通運輸需求，衍生出的 PVC 消費成長趨勢確立，印度成為各 PVC 廠商必須競逐的市場，需持續觀察印度 PVC 市場發展。

另外印度政府為了統一化學產品的質量規範，確保印度消費者健康及權益，將進口化學品、塑膠原料逐步列入印度標準局 BIS(Bureau of Standard)認證範圍，實施後，未取得印度 BIS 認證的石化品，將不能進口到印度市場。印度針對 PVC 進口實施 BIS 認證，未取得 BIS 認證的 PVC 將禁止進口到印度，由於中國 PVC 廠商尚未取得 BIS 認證，中國出口 PVC 到印度受阻。惟印度政府將正式實施日期由原定 2024/8/24 遞延至 2024/12/24 執行，使得中國廠商 4Q24 仍可出口到至印度市場，恐暫時壓抑已取得 BIS 認證的台塑擴大爭取印度 PVC 市佔率的機會，預期 2025 年台塑才能進一步擴大印度 PVC 銷售量。

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 14：全球乙烯產能擴張趨勢圖 (百萬噸)



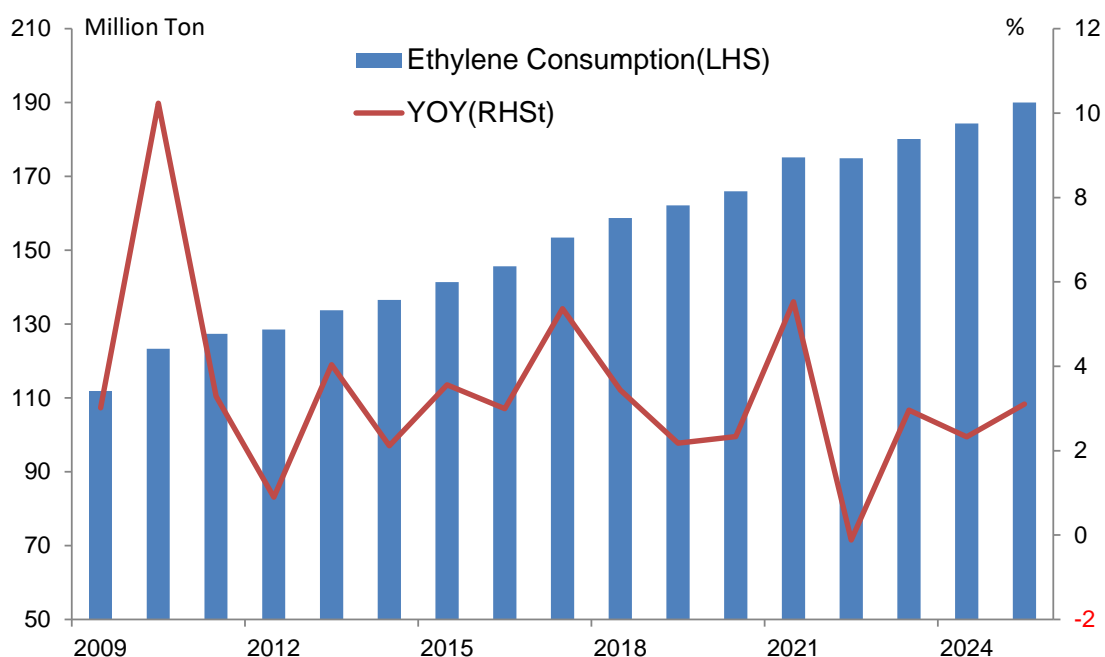
中國煉化一體產能於 2020 年至 2023 年為投放高峰

近幾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，2023 年全球乙烯產能提升至 2.22 億噸，年增 4.8%，其中中國乙烯產能提升至 4,675 萬噸，超過美國 4,330 萬噸，為全球最大乙烯生產國。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

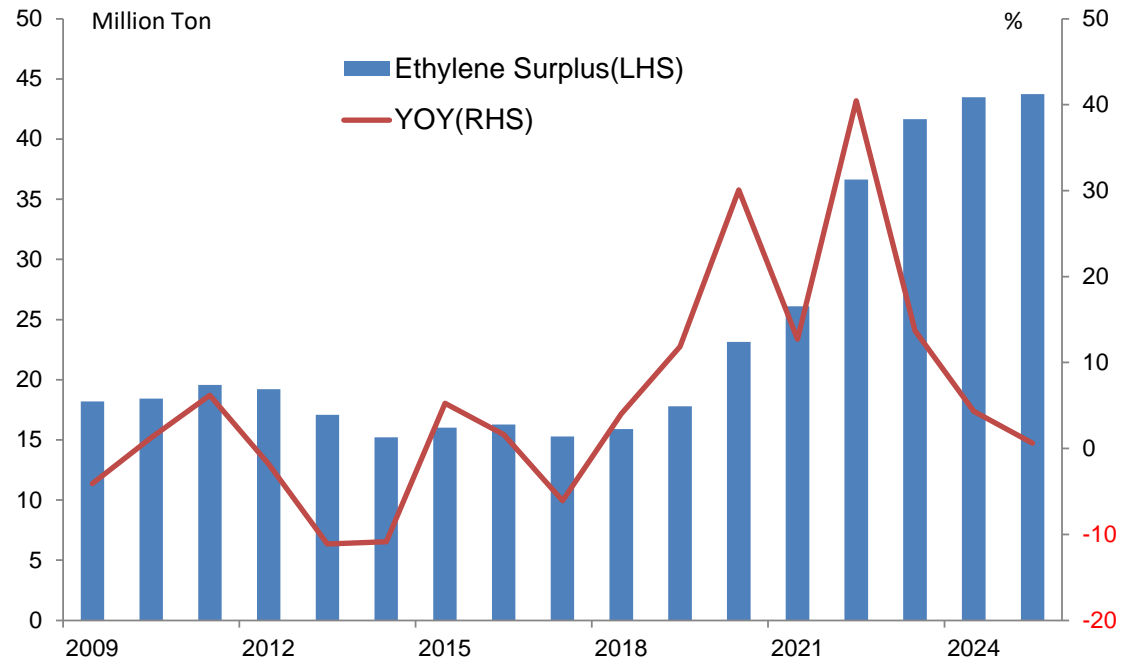
展望未來，中國乙烯產能因煉化一體化、煤制烯烴、乙烷裂解等裝置的投資計畫持續推進，2026 年前規劃投產的乙烯產能超過 2,000 萬噸，預計 2026 年中國乙烯產能將提升至 7,000 萬噸。北美地區在 2026 年前較沒有乙烯產能擴張計畫，產能增速較緩，只剩下中東地區及俄羅斯仍有建設大型乙烯裂解裝置的計畫，預估 2026 年全球乙烯產能有機會上看 2.5 億噸。另一方面，觀察過去幾年全球乙烯消費趨勢呈現穩定擴增的格局，2023 年乙烯消費量提升至 1.80 億噸，年增 3.0%，溫和成長態勢，不過仍低於乙烯產能擴張的幅度。以過去 5 年平均乙烯新增消費量約 450 萬噸，低於過去 5 年平均乙烯產能擴張的 945 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 15：全球乙烯消費成長趨勢圖 (百萬噸)



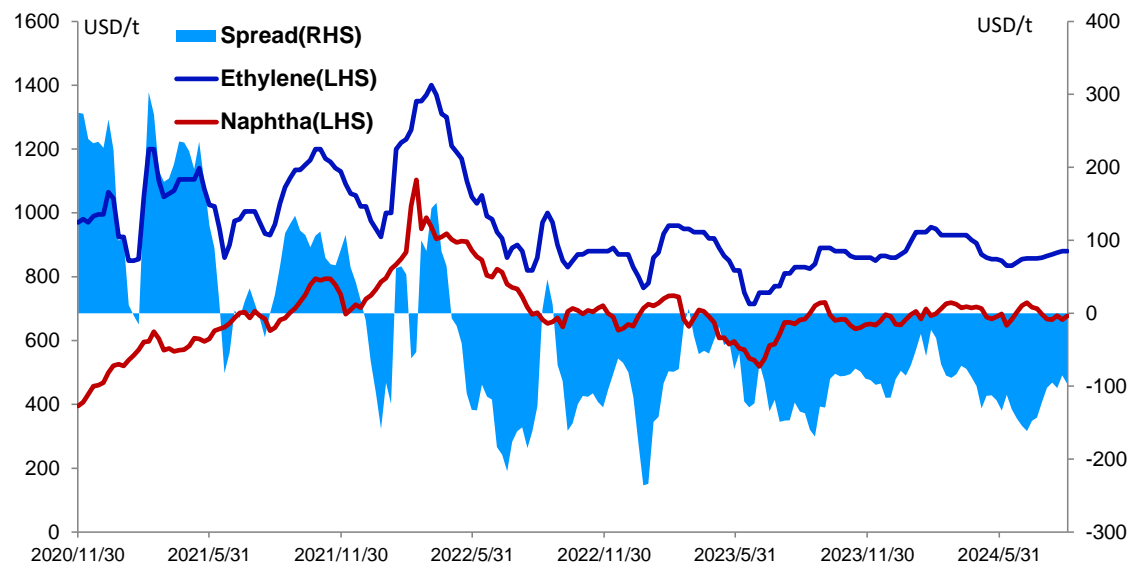
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 16：全球乙烯產能過剩量趨勢圖 (百萬噸)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 17：乙烯價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧

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。

獲利調整與股票評價

對台塑投資建議為持有-超越同業，目標價由 60 元下調至 46.5 元

台塑 2Q24 獲利雖優於預期，但 3Q24 旺季不旺，拖累 2024 年營收及獲利下修。預估 2024 年營收 2006.57 億元，年增 0.8%，下修幅度 2.1%，營益率滑落改善 1.5ppt 至 -0.5%，營業虧損縮減至 9.98 億元，較 2023 年虧損 40.3 億元收斂，業外轉投資台塑化獲利下修 29.5%至 39.98 億元，以及股利收入挹注，台塑稅後 EPS 下修 18.1%至 0.66 元，年減 42.8%，年底淨值 54.23 元。儘管台塑 2Q24 本業獲利優於預期，惟 2H24 本業獲利欠佳，不如預期，造成 2024 年全年本業仍處虧損狀態。

展望 2025 年全球經濟重啟成長軌道，台塑 PVC 銷往印度市場的規模擴大，有利台塑旗下產品價格及利差回穩，惟中國新增產能投產，競爭壓力仍大，削弱台塑營收復甦動能，預估 2025 年營收下修 3.7%至 2055.76 億元，年增 2.5%，營益率改善 1.2ppt 至 0.7%，營業利益下修 25.7%至 13.79 億元，較 2024 年虧損 9.98 億元收斂，業外轉投資台塑化獲利下修 31.5%至 42.85 億元，以及股利收入挹注，台塑稅後 EPS 下修 22.2%至 0.89 元，年底淨值 54.56 元。另外 2025 年台塑將面臨政府開徵碳費的衝擊，營業成本增加，削弱 2025 年獲利表現，是較負面干擾因素，亦須留意。

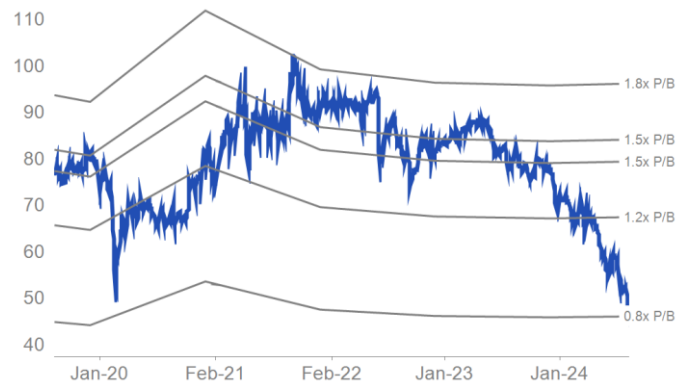
中國國務院發布節能減碳行動方案，中國電石法 PVC 產能開工將受到限制，台塑旗下產品也取得印度 BIS 認證，未來有機會擴大出口印度市場，未來營運仍有正面因素。不過對台塑(1301)投資建議為持有-超越同業，乃考量中國 PVC 年產能約 2800 萬噸，但需求僅 1900 萬噸，供過於求大環境並未改變，競爭環境持續，PE 及 PP 產品線則面臨中國同業產能持續擴充的競爭壓力，獲利改善空間受限，復甦力道偏弱，預估 2024 年及 2025 年稅後 EPS 各下修至 0.66 元及 0.89 元，遠低於 2021 年之前幾年獲利均在 3-4 元以上的水準。另台塑也將面臨政府開徵碳費的衝擊，營業成本增加，影響稅前 EPS 約 0.4 元，削弱獲利表現。目前本淨比約為 0.85 倍，評價合理，投資建議為持有-超越同業，PBR 自 1.1 下修至 0.85，目標價由 60 元下調至 46.5 元(評價基礎為 0.85 PBR X 2025 年底淨值 54.56 元)。

圖 18：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	200,657	204,858	205,576	213,381	-2.1%	-3.7%
營業毛利	12,953	13,439	15,677	16,696	-3.6%	-6.1%
營業利益	-998	-786	1,379	1,855	27.0%	-25.7%
稅前利益	4,972	6,496	7,087	9,113	-23.5%	-22.2%
稅後淨利	4,200	5,129	5,670	7,290	-18.1%	-22.2%
調整後 EPS (元)	0.66	0.81	0.89	1.15	-18.1%	-22.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	6.5%	6.6%	7.6%	7.8%	-0.1	-0.2
營業利益率	-0.5%	-0.4%	0.7%	0.9%	-0.1	-0.2
稅後純益率	2.1%	2.5%	2.8%	3.4%	-0.4	-0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：12 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 20：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
台塑	1301 TT	持有-超越同業	46.3	9,200	1.15	0.66	0.89	40.1	70.1	51.9	(79.7)	(42.8)	35.0
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	8.5	12,193	0.1	0.4	0.6	72.3	23.6	14.1	(64.2)	206.5	67.1
中石化	600028 SS	未評等	6.6	105,129	0.5	0.6	0.6	13.1	11.8	11.3	(9.1)	11.2	3.7
恒力石化	600346 SS	未評等	12.7	12,605	1.0	1.3	1.6	13.0	9.7	8.1	197.8	33.8	18.9
樂天化學	011170 KS	未評等	79000.0	2,535	(1199.0)	(5493.1)	9282.4	--	--	8.5	(169.9)	--	--
LG 化學	051910 KS	未評等	311500.0	17,661	17218.3	14169.5	34141.8	18.1	22.0	9.1	(24.9)	(17.7)	141.0
國際同業平均					3204.2	1735.7	8685.4	29.1	16.8	10.2	(14.0)	58.4	57.7
國內同業													
台化	1326 TT	持有-超越同業	38.9	7,109	1.5	1.0	0.6	26.6	40.9	65.9	16.2	(34.9)	(37.9)
南亞	1303 TT	未評等	40.1	9,916	0.8	1.4	2.5	50.3	28.4	16.3	(80.4)	77.6	73.5
台聚	1304 TT	持有-超越同業	13.8	510	(0.2)	(0.8)	(0.5)	--	--	--	(113.3)	--	--
華夏	1305 TT	持有-超越同業	15.7	284	0.9	(0.1)	0.2	17.1	--	92.1	(244.0)	--	--
國內同業平均					0.8	0.4	0.7	31.3	34.6	58.1	(105.4)	21.4	17.8

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 21：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
台塑	1301 TT	持有-超越同業	46.3	9,200	2.1	1.2	1.6	54.57	54.23	54.56	0.9	0.9	0.9
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	8.5	12,193	2.5	8.0	11.5	4.5	4.6	5.0	1.9	1.9	1.7
中石化	600028 SS	未評等	6.6	105,129	7.6	8.1	8.2	6.7	6.9	7.1	1.0	1.0	0.9
恒力石化	600346 SS	未評等	12.7	12,605	11.9	14.3	15.3	8.5	9.3	9.8	1.5	1.4	1.3
樂天化學	011170 KS	未評等	79000.0	2,535	(0.3)	(1.1)	2.1	372390.9	363454.1	350889.1	0.2	0.2	0.2
LG 化學	051910 KS	未評等	311500.0	17,661	5.8	2.9	7.1	411275.2	443811.9	475315.7	0.8	0.7	0.7
國際同業平均					5.5	6.4	8.8	156737.2	161457.4	165245.3	1.1	1.0	1.0
國內同業													
台化	1326 TT	持有-超越同業	38.9	7,109	2.0	1.6	1.0	57.9	57.6	57.4	0.7	0.7	0.7
南亞	1303 TT	未評等	40.1	9,916	1.7	3.4	5.1	45.4	47.8	50.5	0.9	0.8	0.8
台聚	1304 TT	持有-超越同業	13.8	510	(3.9)	(4.4)	(2.5)	19.6	18.4	17.9	0.7	0.8	0.8
華夏	1305 TT	持有-超越同業	15.7	284	3.9	(0.5)	1.0	16.5	16.1	16.2	1.0	1.0	1.0
國內同業平均					0.9	0	1.2	34.8	35.0	35.5	0.8	0.8	0.8

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 22：季度及年度簡明損益表 (合併)

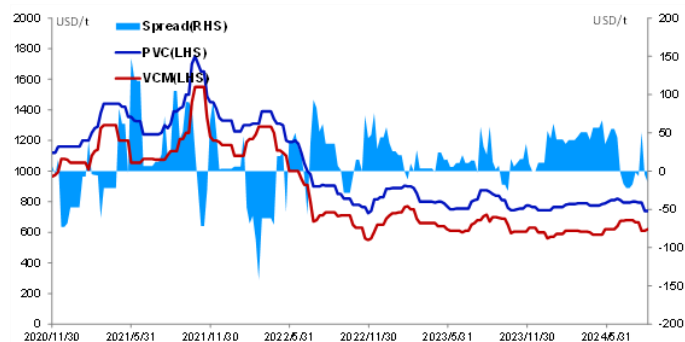
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	48,108	51,109	50,342	51,097	50,075	51,578	51,320	52,603	200,657	205,576
銷貨成本	(46,275)	(47,371)	46,793	47,265	46,270	47,761	47,368	48,500	187,704	189,899
營業毛利	1,833	3,738	3,549	3,832	3,806	3,817	3,952	4,103	12,953	15,677
營業費用	(3,278)	(3,569)	3,507	3,597	3,464	3,587	3,575	3,672	13,951	14,298
營業利益	(1,445)	170	42	235	342	230	376	431	(998)	1,379
業外利益	1,806	1,173	1,831	1,160	1,044	1,307	2,169	1,189	5,970	5,708
稅前純益	361	1,343	1,873	1,395	1,386	1,537	2,545	1,620	4,972	7,087
所得稅費用	(140)	21	375	279	277	307	509	324	772	1,417
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	221	1,365	1,498	1,116	1,109	1,230	2,036	1,296	4,200	5,670
調整後每股盈餘(NT\$)	0.03	0.21	0.24	0.18	0.17	0.19	0.32	0.20	0.66	0.89
調整後加權平均股數(百萬股)	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366
重要比率										
營業毛利率	3.8%	7.3%	7.1%	7.5%	7.6%	7.4%	7.7%	7.8%	6.5%	7.6%
營業利益率	-3.0%	0.3%	0.1%	0.5%	0.7%	0.5%	0.7%	0.8%	-0.5%	0.7%
稅前純益率	0.8%	2.6%	3.7%	2.7%	2.8%	3.0%	5.0%	3.1%	2.5%	3.5%
稅後純益率	0.5%	2.7%	3.0%	2.2%	2.2%	2.4%	4.0%	2.5%	2.1%	2.8%
有效所得稅率	38.8%	-1.6%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	--	--
季增率(%)										
營業收入	0.8%	6.2%	-1.5%	1.5%	-2.0%	3.0%	-0.5%	2.5%		
營業利益	--	--	-75.2%	459.5%	45.5%	-32.7%	63.5%	14.6%		
稅後純益	--	517.9%	9.8%	-25.5%	-0.6%	10.9%	65.5%	-36.3%		
調整後每股盈餘	--	518.0%	9.8%	-25.5%	-0.7%	10.9%	65.5%	-36.3%		
年增率(%)										
營業收入	-7.9%	5.5%	-0.8%	7.0%	4.1%	0.9%	1.9%	2.9%	0.8%	2.5%
營業利益	--	--	-76.1%	--	--	35.5%	795.2%	83.4%	--	--
稅後純益	-90.6%	11.4%	-77.5%	--	402.1%	-9.9%	35.9%	16.1%	-42.8%	35.0%
調整後每股盈餘	-90.6%	11.4%	-77.5%	--	402.1%	-9.9%	35.8%	16.1%	-42.8%	35.0%

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

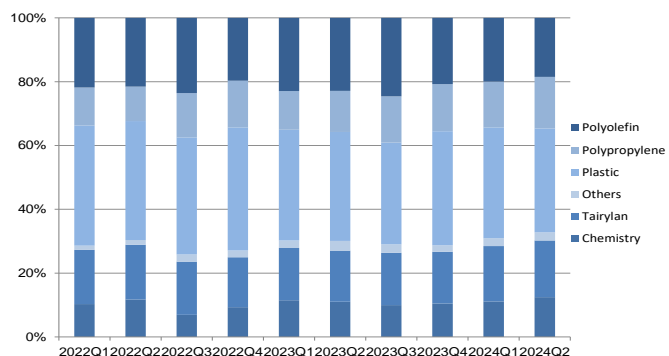
台塑(1301)成立於 1954 年，一開始設立 PVC 廠，並往上游原料電石、VCM、液鹼、聚丙烯纖維、聚乙烯及其他石化原料等產品線發展，1980 年成立台塑美國公司(FPC-USA)，1992 年轉投資成立台塑石化公司，1993 年興建第六輕油裂解廠，配合集團石化原料上下一貫生產的垂直整合策略，於麥寮廠設立 PVC、AE、LLDPE、AN 等工廠。2002 年成立台塑工業(寧波)有限公司，於寧波廠設立之 PVC、AE、高吸水性樹脂及 PP 產線，完成台塑在兩岸的生產佈局。主要營業項目為塑膠及纖維原料產銷，其中 VCM 及 PVC 兩項產品年產能為全球第三大廠，至於其他產品線液鹼、丙烯酸、正丁醇、高吸水性樹脂、丙烯腈及環氧氯丙烷產能也是名列世界前茅。

圖 23：PVC 及 VCM 現貨價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



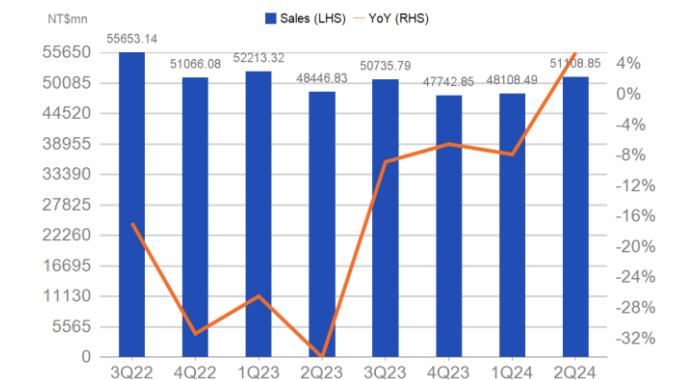
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：營收組成



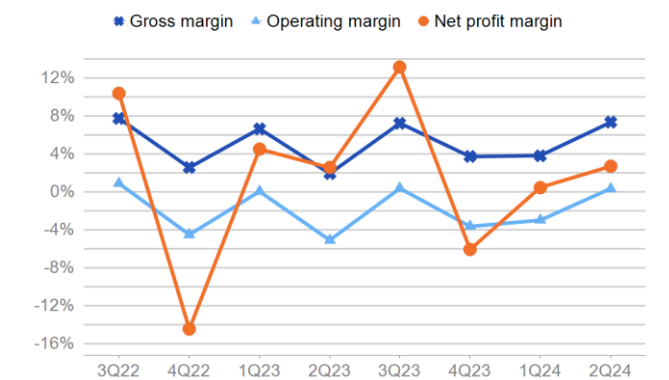
資料來源：公司資料

圖 25：營收趨勢



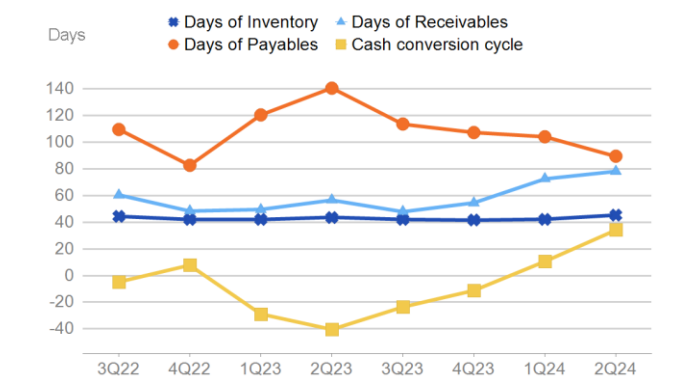
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：毛利率、營益率、淨利率



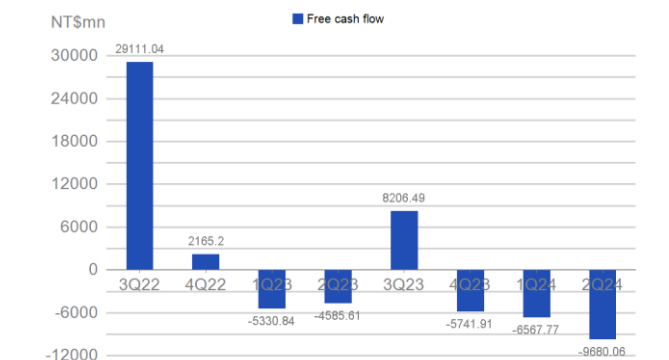
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：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：** 台塑整體的 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：** 台塑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：** 台塑擁有強大的 ESG 執行力，並任命了一個管理委員會來監督 ESG 問題。此外，它還制定了強有力的環境問題政策。儘管如此，該公司還是捲入了排放、廢水和廢物相關事件。

圖 29：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	23.1	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	40.7	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	48.3	
風險評級	中	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	37	

資料來源：Sustainalytics (2024/9/8)

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)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	13,715	17,110	6,147	4,189	5,898
存貨	24,526	22,412	21,440	21,524	22,048
應收帳款及票據	25,604	15,853	14,250	14,288	14,607
其他流動資產	125,417	105,445	117,802	24,881	24,875
流動資產	189,262	160,820	159,638	157,385	160,347
採用權益法之投資	218,625	212,476	222,537	221,446	221,871
固定資產	97,343	107,315	112,452	112,569	113,272
無形資產	623	607	563	563	563
其他非流動資產	37,825	30,036	35,548	36,894	36,705
非流動資產	354,417	350,434	371,100	371,472	372,412
資產總額	543,679	511,254	530,738	528,857	532,759
應付帳款及票據	15,971	11,774	11,631	11,727	12,115
短期借款	4,485	14,900	23,467	23,477	24,052
什項負債	54,086	69,189	68,004	68,596	68,300
流動負債	74,541	95,863	103,102	103,801	104,468
長期借款	4,188	6,437	21,362	31,704	32,070
其他負債及準備	61,760	51,269	58,914	24,079	24,464
長期負債	65,947	57,706	80,277	55,783	56,533
負債總額	140,489	153,570	183,378	183,662	185,464
股本	63,657	63,657	63,657	63,657	63,657
資本公積	11,771	11,797	11,830	11,830	11,830
保留盈餘	246,259	230,270	210,804	208,639	210,739
什項權益	81,503	51,960	61,069	61,069	61,069
歸屬母公司之權益	403,190	357,685	347,360	345,195	347,294
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	403,190	357,685	347,360	345,195	347,294

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	71,355	36,143	7,338	4,200	5,670
折舊及攤提	8,344	8,456	8,068	8,584	8,766
本期營運資金變動	(11,133)	5,241	2,485	(26)	(454)
其他營業資產及負債變動	(10,707)	6,962	(11,733)	451	(385)
營運活動之現金流量	57,859	56,802	6,157	13,209	13,597
資本支出	(18,197)	(14,775)	(13,609)	(8,701)	(9,469)
本期長期投資變動	24,646	(6,150)	10,061	(500)	(425)
其他資產變動	(28,270)	2,604	(23,941)	451	(385)
投資活動之現金流量	(21,821)	(18,321)	(27,489)	(9,026)	(10,053)
股本變動	0	0	0	(6,366)	(3,570)
本期負債變動	(20,528)	25,615	35,341	284	1,802
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(15,282)	(52,173)	(26,745)	35,702	48,195
其他調整數	(176)	(3,848)	3,936	451	(385)
融資活動之現金流量	(35,986)	(30,405)	12,531	(6,142)	(1,834)
匯率影響數	(482)	(4,681)	(2,163)	0	0
本期產生現金流量	(430)	3,395	(10,963)	(1,958)	1,709
自由現金流量	39,663	42,026	(7,452)	4,509	4,127

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	273,598	251,647	199,139	200,657	205,576
銷貨成本	(197,437)	(209,089)	(189,312)	187,704	189,899
營業毛利	76,161	42,559	9,826	12,953	15,677
營業費用	(15,997)	(15,760)	(13,855)	13,951	14,298
推銷費用	(8,667)	(8,528)	(6,621)	7,025	7,090
研究費用	(1,713)	(1,893)	(1,779)	2,255	1,728
管理費用	(5,536)	(5,339)	(5,454)	4,603	5,481
其他費用	(81)	1	(1)	0	0
營業利益	60,164	26,799	(4,029)	(998)	1,379
利息收入	236	380	594	605	600
利息費用	(943)	(1,390)	(2,485)	(3,877)	(3,933)
利息收入淨額	(706)	(1,010)	(1,891)	(3,272)	(3,333)
投資利益(損失)淨額	23,453	5,761	7,945	6,096	6,555
匯兌損益	(459)	2,437	(18)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	3,505	9,807	4,990	3,146	2,486
稅前純益	85,957	43,794	6,997	4,972	7,087
所得稅費用	(14,602)	(7,652)	341	772	1,417
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	71,355	36,143	7,338	4,200	5,670
稅前息前折舊攤銷前淨利	95,092	53,288	17,179	10,284	12,520
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.21	5.68	1.15	0.66	0.89

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	47.2	(8.0)	(20.9)	0.8	2.5
營業利益	251.9	(55.5)	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	184.9	(44.0)	(67.8)	(40.1)	21.7
稅後純益	256.1	(49.3)	(79.7)	(42.8)	35.0
調整後每股盈餘	255.8	(49.3)	(79.7)	(42.8)	35.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	27.8	16.9	4.9	6.5	7.6
營業利益率	22.0	10.7	(2.0)	(0.5)	0.7
稅前息前淨利率	31.1	16.9	2.3	0.9	1.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.8	21.2	8.6	5.1	6.1
稅前純益率	31.4	17.4	3.5	2.5	3.5
稅後純益率	26.1	14.4	3.7	2.1	2.8
資產報酬率	14.0	6.9	1.4	0.8	1.1
股東權益報酬率	19.4	9.5	2.1	1.2	1.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	34.8	42.9	52.8	53.2	53.4
淨負債權益比(%)	(1.3)	1.2	11.1	14.8	14.5
利息保障倍數 (倍)	92.2	32.5	3.8	0.5	1.1
流動比率 (%)	253.9	167.8	154.8	151.6	153.5
速動比率 (%)	221.0	144.4	134.0	130.9	132.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(5,043)	4,227	38,682	50,992	50,224
調整後每股淨值 (NT\$)	63.34	56.19	54.57	54.23	54.56
評價指標 (倍)					
本益比	4.1	8.2	40.1	70.1	51.9
股價自由現金流量比	7.4	7.0	--	65.3	71.3
股價淨值比	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.1	5.5	17.1	28.6	23.5
股價營收比	1.1	1.2	1.5	1.5	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

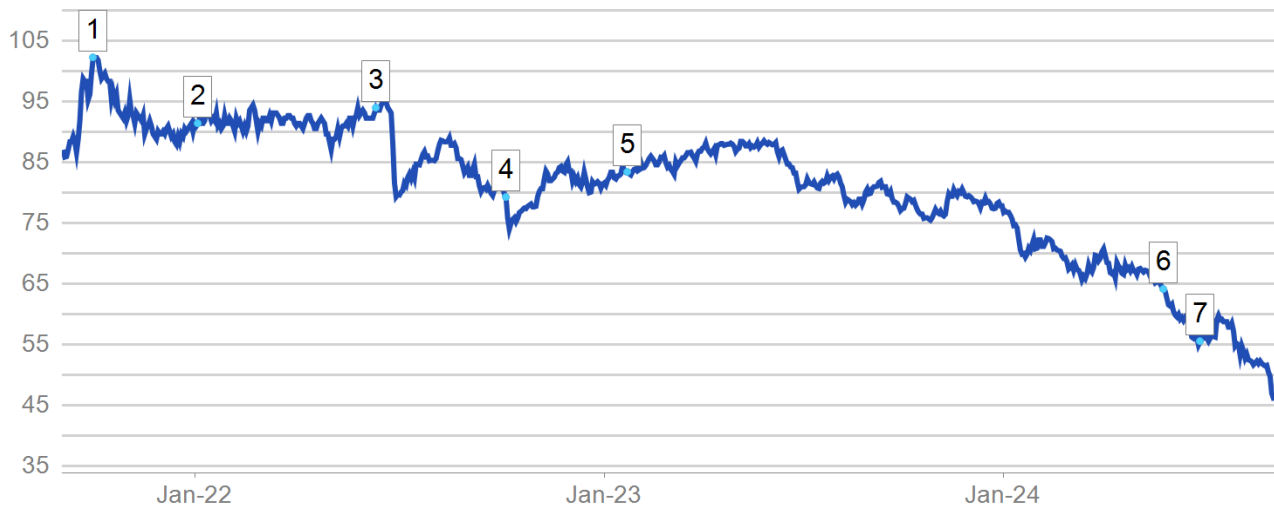
附錄：重要揭露事項

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。

台塑 (1301 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	20211006	115.00	140.00	121.37	買進	李侃奇
2	20220105	105.50	135.00	117.03	買進	李侃奇
3	20220621	108.50	130.00	112.70	買進	李侃奇
4	20221011	85.10	105.00	98.54	買進	李侃奇
5	20230202	89.00	103.00	96.66	買進	李侃奇
6	20240531	65.60	70.00	68.84	持有-超越同業	蔡爵丞
7	20240703	56.50	60.00	59.00	持有-超越同業	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請。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>.