



2024/9/5

產業類別	塑膠
投資建議	中立
收盤價	目標價
NT\$ 13.70	NT\$

本次報告：電話訪談

交易資料

潛在報酬率 (%)	--
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	13.70-21.39
市值 (NT\$百萬元)	16290
市值 (US\$百萬元)	506
流通在外股數 (百萬股)	1,189.00
董監持股 (%)	24.41
外資持股 (%)	31.48
投信持股 (%)	0.00
融資使用率 (%)	2.21

財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	23,254
ROA (%)	-0.27
ROE (%)	-0.87
淨負債比率 (%)	35.81

公司簡介

台聚成立於 1965 年，為國內第二大的石化集團，主要生產產品為高密度聚乙烯 (HDPE)，線型低密度聚乙烯 (LLDPE)，低密度聚乙烯樹脂 (LDPE Resin) 及乙烯醋酸乙酯共聚合樹脂 (EVA Resin)。集團旗下子公司有華夏、台達化、亞聚及越峰。1H24 EVA 產品銷售佔比分佈：熱熔膠級 33%、太陽能級 35%、發泡級 32%。

主要客戶：
主要競爭對手：

葉家宏 bill.yeh@sinopac.com

台聚 (1304 TT)

EVA 產業供過於求，利差表現受限

永豐觀點

中國 EVA 供給量近年增加快速，產業供過於求日益嚴重，太陽能級 EVA 需求持續未見起色，造成 EVA 利差受限，研究處保守看待台聚獲利表現。

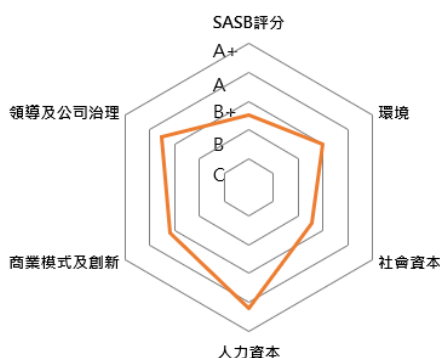
投資評價與建議

投資建議維持中立，主要係因：(1) 中國 EVA 需求成長幅度放緩，無法消化新增產能壓力，(2) 中國 2H24-2025 尚有 204 萬噸 EVA 新增產能即將投入，以目前產能 270 萬噸來看，新增產能增幅達 75%，將造成市場採購態度持續觀望，備庫存意願低下，壓抑 EVA 利差表現，研究處依 2025 年底預估每股淨值估算目前 PBR 評價為 0.86X，過往 PBR 歷史區間下緣約位於 0.6-1X，評價仍具備下檔風險，基於此，研究處維持中立投資建議。

ESG 評析

台聚企業永續評鑑整體為 B+ 等，於 SASB 產業永續議題與跨產業五大永續面向平均得分分別為 B+ 等與 A 等。

SinoPac+ ESG 評鑑系統評等



永續構面		評等
總分		B+
SASB 評分		B+
跨產業 ESG 評分		A
跨產業 ESG 項目	環境	B+
	社會資本	B+
	人力資本	A+
	商業模式及創新	A
	領導及公司治理	A

資料來源：SinoPac+ ESG 評鑑系統，Sep. 2024 (以 2021 年台聚企業社會責任報告書評鑑)

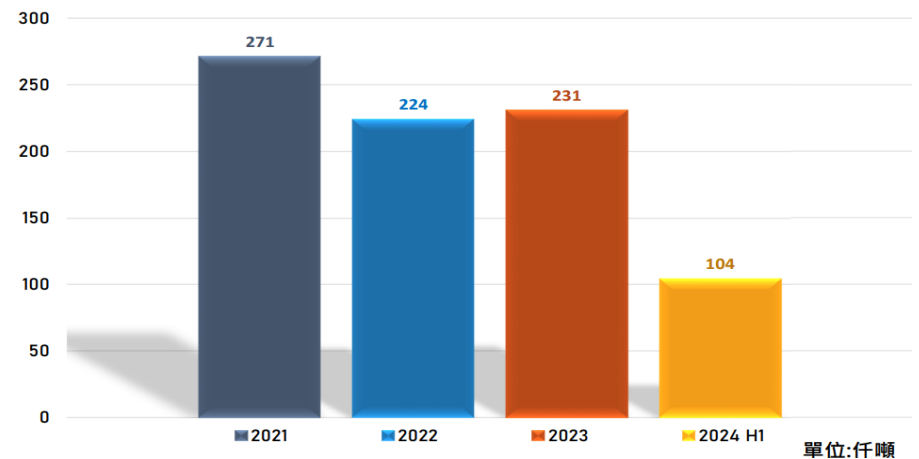
註 1：資誠永續發展服務股份有限公司僅於 ESG 評鑑系統方法學建置過程中，就評分指標提供專業意見，對於評分結果及評估報告內容之完整性及真實性，不負擔保責任，亦不對閱讀或使用本評估報告之第三方負任何責任。

註 2：永豐投顧已獲 SASB 授權，於研究中使用 SASB 重大性地圖之一般議題分類及揭露主題。SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

營運現況與分析

台聚為 HDPE、LLDPE、LDPE 及 EVA 生產廠商：台聚成立於 1965 年，為國內第二大的石化集團，主要生產產品為高密度聚乙烯 (HDPE)、線型低密度聚乙烯 (LLDPE)、低密度聚乙烯樹脂 (LDPE Resin) 及乙烯醋酸乙烯酯共聚樹脂 (EVA Resin)。集團旗下子公司有華夏、台達化、亞聚及越峰。公司主要有兩座廠，一廠為高壓法 LDPE/EVA 廠，設備為四套高壓釜式生產線，總產能 15 萬噸，二廠為低壓法 HDPE/LLDPE 廠，設備為一套氣相法 HDPE/LLDPE 生產線，合計產能 13 萬噸。1H24 EVA 產品銷售佔比分佈：熱熔膠級 33%、太陽能級 35%、發泡級 32%。

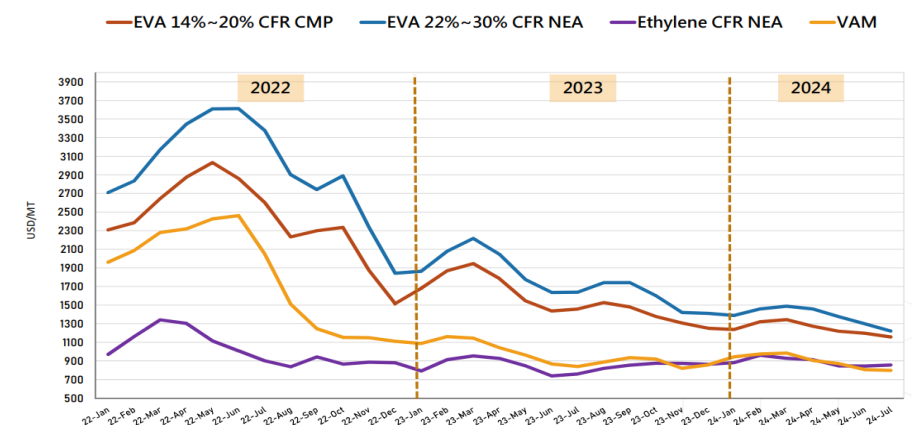
圖一：公司產品銷量



資料來源：法說會簡報；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

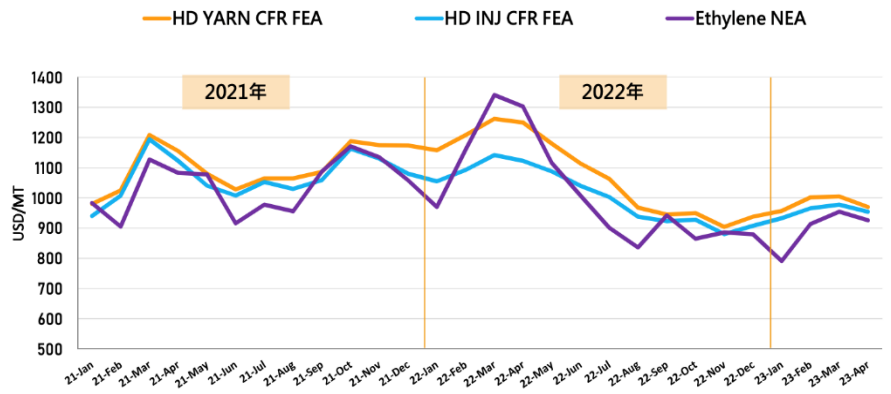
2Q24 稅後 EPS 為-0.23 元，優於預期：台聚 2Q24 營收 134.6 億元 (+11.9% QoQ, +5.5% YoY)，符合預期，主因其中一條 EVA 產線於 1Q24 停車檢修一個月，於 2Q24 復工生產，HDPE/LLDPE 於 1Q24 受中油新三輕/新四輕接連歲修影響，乙烯供應短缺，影響 HDPE/LLDPE 開工率，2Q24 中油歲修完畢復產，乙烯供應量恢復正常，帶動 HDPE/LLDPE 銷量回升，營收表現好轉，毛利率 8.24% (+3.89 pts. QoQ, -3.56 pts. YoY)，優於預期，主要係因原料乙烯因供過於求而報價走跌，有利台聚及其子公司華夏、亞聚成本壓力舒緩，業外認列古雷石化虧損 9.7 億元 (較 1Q24 虧損 9 億元增加)，稅後淨利-2.5 億元 (虧損縮小 QoQ，轉盈為虧 YoY)，2Q24 稅後 EPS -0.23 元，優於預期。

圖二：EVA 及原料乙烯、VAM 價格趨勢



資料來源：法說會簡報、ICIS；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

圖三：PE 及原料乙烯價格趨勢

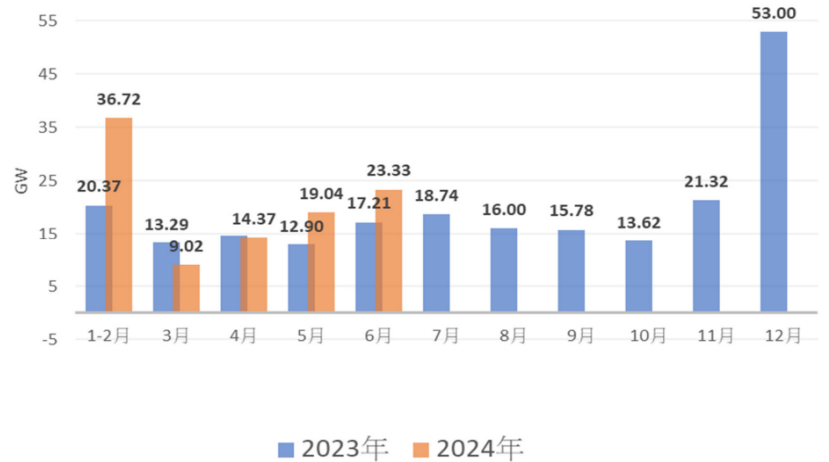


資料來源：法說會簡報、Platts；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

2024 年太陽能新增裝機量預期將持平去年水準：據研調機構調查，2023 年中國 EVA 產能 245 萬噸，其中，2023 年新增產能 30 萬噸(+14% YoY)；2023 年產量 215.4 萬噸(+28.5% YoY)，其中，應用於太陽能級佔比 55% (2022 年佔 47%)，EVA 需求量 333.9 萬噸(+20.9%YoY)，自給率 65% (2022 年 61%)。回顧 1H24，寧夏寶豐能源 25 萬噸 EVA 投產，中國 EVA 產能達 270 萬噸，1H24 產量 121.6 萬噸(+22.7% YoY)，EVA 需求量 161.8 萬噸(+4.2%YoY)，自給率 75% (1H23 為 64%)；中國 2023 年太陽能新增裝機量 216.3 GW，因基期墊高，今年初中國光伏協會預估太陽能新增裝機量介於 195-220GW 區間，顯示不看好中國太陽能新增裝機量可以持續高速成長，全球 2023 年太陽能新增裝機量 390GW，據研調機構預估，全球 2024 年太陽能新增裝機量 390-430GW，成長幅度亦相當有限，因此，即使 1H24 中國太陽能新增裝機量達 102.48GW，+30.7%YoY，市場對於 EVA 備貨庫存需求仍趨於保守，造成 EVA 報價走勢下行。

圖四：中國太陽能月度新增裝機量

單位：GW



資料來源：法說會簡報、CPIA；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

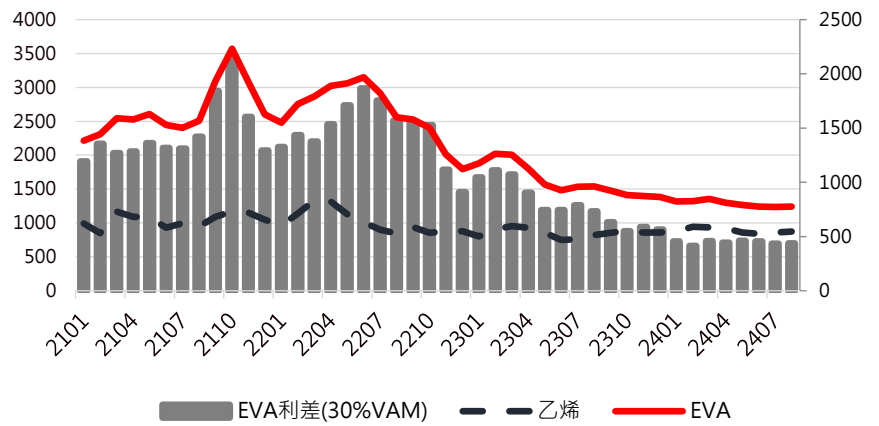
表一：中國生產 EVA 廠家

公司	產能 (萬噸)	時程
江蘇斯爾邦石化有限公司	30	截至 2020 年底前已有產能
中國石化北京燕山石油化工公司	20	截至 2020 年底前已有產能
揚子-巴斯夫有限責任公司	20	截至 2020 年底前已有產能
聯泓新科有限責任公司 (山東)	10	截至 2020 年底前已有產能
台塑寧波	7.2	截至 2020 年底前已有產能
北京華美聚合物有限公司	6	截至 2020 年底前已有產能
北京東方石化化工有限公司	4	截至 2020 年底前已有產能
揚子石化	10	2021/5/6 產出
榆林能化	30	2021/5/7 產出
中化泉州	10	2021/7 產出
浙江石化	30	2021/12/31 產出
中科煉化	10	2022/2 投產
聯泓新科(去瓶頸)	5	2Q22 投產
新疆天利	20	4Q22 投產
台塑寧波(去瓶頸)	2.8	4Q22 投產
古雷石化	30	2Q23 投產
寧夏寶豐能源	25	1Q24 投產
斯爾邦(二期)	70	預計 4Q24 投產
中化泉州(去瓶頸)	4	2025
聯泓新科	20	2025
浙江石化(二期)	40	2025
江蘇豐海	20	2025
山東裕龍石化	70	2025-2026
百宏化學	35	2026
岳陽湖南石化	30	2026
寧夏煤業	10	2026

資料來源：公司；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

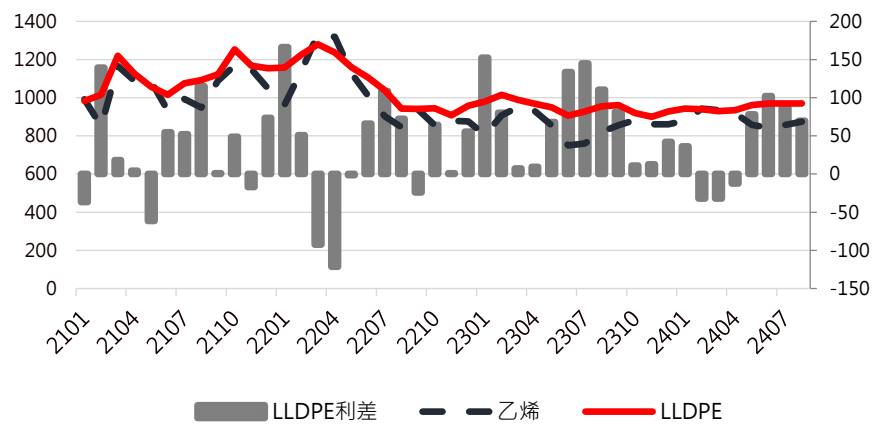
EVA 新增產能壓力日益龐大，維持台聚中立投資建議：公司 7 月營收 45.32 億元 (-0.1% MoM, +14.3% YoY)，展望 3Q24，太陽能級 EVA 需求未見起色，且發泡級 EVA 進入淡季，造成產能供過於求嚴重，需求持續疲軟，儘管原料 VAM 因新產能投產而報價走跌，但乙烯在輕裂廠普遍減產保價下，報價較 2Q24 走揚，壓抑 EVA 利差表現，且受制於油價及塑化產品報價走弱，預期古雷石化虧損幅度將難以收斂，拖累台聚獲利表現，基此，研究處預估 3Q24 營收 134.75 億元 (+0.1% QoQ, -0.2% YoY)，預估毛利率 7.44% (-0.8 pts. QoQ, -2.94 pts. YoY)，預估稅後淨利-4.45 億元 (虧損擴大 QoQ，轉盈為虧 YoY)，稅後 EPS -0.41 元。展望後市，4Q24 為傳統發泡級、太陽能級 EVA 需求旺季，需求有望改善，然斯爾邦二期產能規劃 70 萬噸預期將於 4Q24 投產，將增添 EVA 供給壓力，且 2025 年尚有中化泉州去瓶頸 4 萬噸，聯泓新科 20 萬噸，浙江石化二期 40 萬噸，江蘇豐海 20 萬噸，山東裕龍石化 70 萬噸，共計 134 萬噸 EVA 新增產能投產，新增產能比例接近 40%，預期 EVA 利差好轉機會有限，台聚將持續致力於進行產品差異化，後續規劃將安排一條熱熔膠級產線轉作高 VA 含量 (VA 含量達 40%) EVA，並將產品銷售至非中國市場，尋求產品其餘獲利機會，基此，研究處預估 2024 年營收 523.3 億元(+0.1%YoY)，毛利率 6.9%，稅後淨利-15.07 億元(虧損擴大 YoY)，稅後 EPS -1.41 元，預估 2025 年營收 520.93 億元(-0.5%YoY)，毛利率 7.42%，稅後淨利-15.79 億元(虧損擴大 YoY)，稅後 EPS -1.47 元，研究處依 2025 年底預估每股淨值估算目前 PBR 評價為 0.86X，過往 PBR 歷史區間下緣約位於 0.6-1X，評價仍具備下檔風險，基此，研究處維持中立投資建議。

圖五：EVA 月均報價及利差趨勢



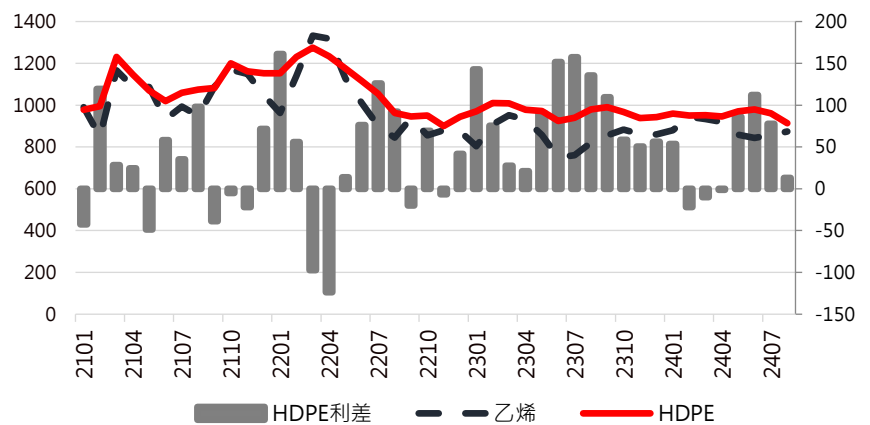
資料來源：Platts、Wind、CMoney；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

圖六：LLDPE 月均報價及利差趨勢



資料來源：Platts；永豐投顧研究處整理及預估，Sep. 2024

圖七：HDPE 月均報價及利差趨勢



資料來源：Platts；永豐投顧研究處整理及預估，Sep. 2024

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1	24Q2	24Q3F	24Q4F	2024F
營業收入	12,024	13,460	13,475	13,371	52,330
營業毛利	522	1,108	1,003	962	3,597
營業利益	-438	50	-41	-80	-510
稅前淨利	-1,140	-726	-829	-823	-3,519
稅後純益	-394	-251	-445	-417	-1,507
稅後 EPS (元)	-0.33	-0.21	-0.41	-0.39	-1.41
營收 QoQ 成長率	-6.28	11.94	0.11	-0.77	--
營收 YoY 成長率	-8.74	5.49	-0.19	4.22	0.13
毛利率	4.35	8.24	7.44	7.19	6.87
營益率	-3.65	0.37	-0.30	-0.60	-0.97
稅後純益率	-8.12	-4.68	-3.30	-3.12	-2.88

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	71,756	66,437	52,265	52,330	52,093
%變動率	42.94	-7.41	-21.33	0.12	-0.45
營業毛利	17,754	10,940	5,606	3,597	3,866
毛利率 (%)	24.74	16.47	10.73	6.87	7.42
營業淨利	12,883	5,736	1,619	-510	-173
稅前淨利	12,752	697	-1,937	-3,519	-3,088
%變動率	79.03	-94.53	--	--	--
稅後純益	5,191	1,555	-207	-1,507	-1,579
%變動率	115.43	-70.04	--	--	--
稅後 EPS * (元)	4.84	1.45	-0.19	-1.41	-1.47
市調 EPS * (元)	4.27	0.99	0.08	-0.60	--
PER (x)	2.83	9.45	--	--	--
PBR (x)	0.64	0.66	0.70	0.71	0.86
每股淨值 * (元)	21.42	20.61	19.56	19.37	15.96
每股股利 (元)	2.20	0.70	0.35	--	--
殖利率 (%)	8.06	3.34	1.81	--	--

* 以目前股本計算

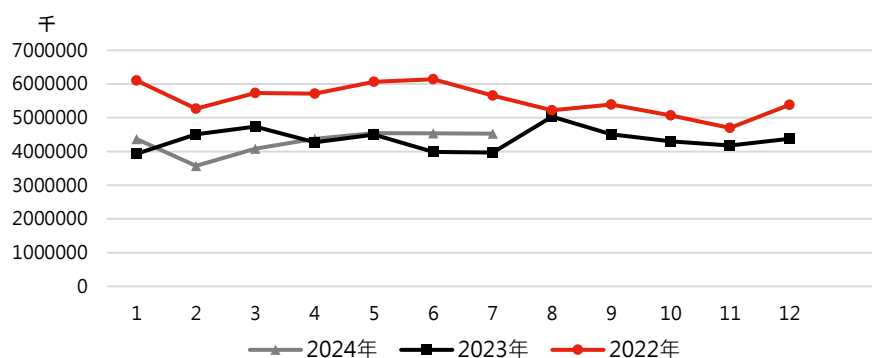
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

營運基本資料

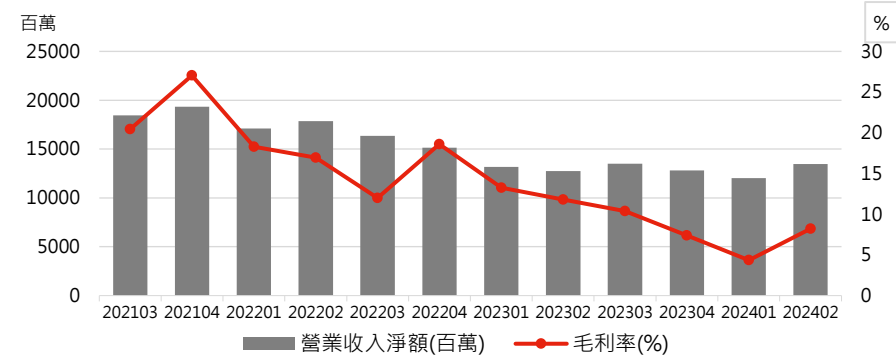
同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024

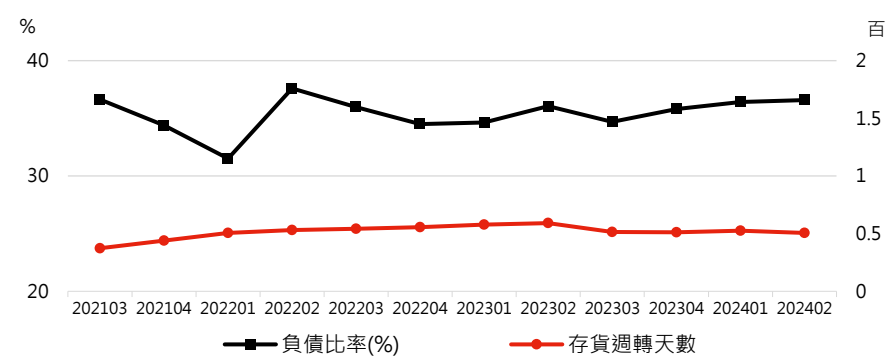
近三年單月營收狀況



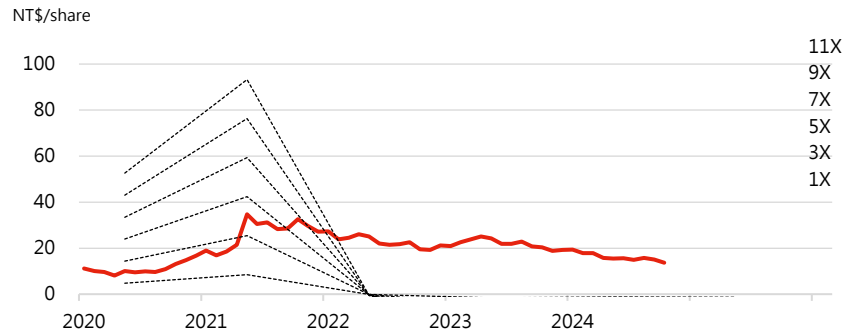
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



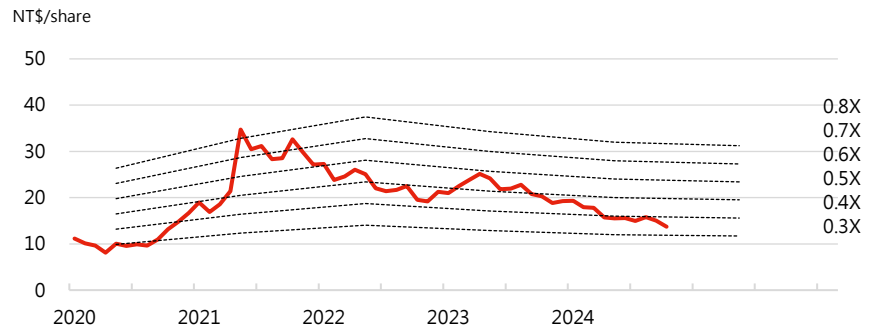
負債比率 VS 存貨周轉天數



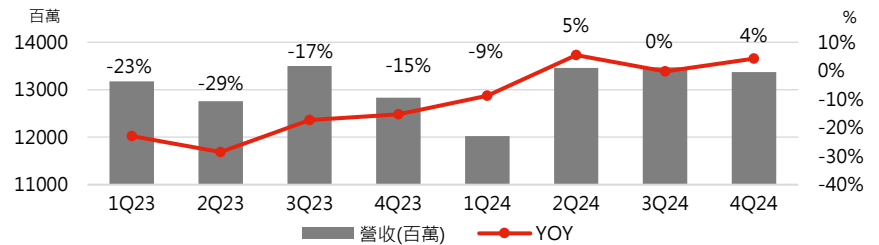
歷史 PE 圖



歷史 PB 圖

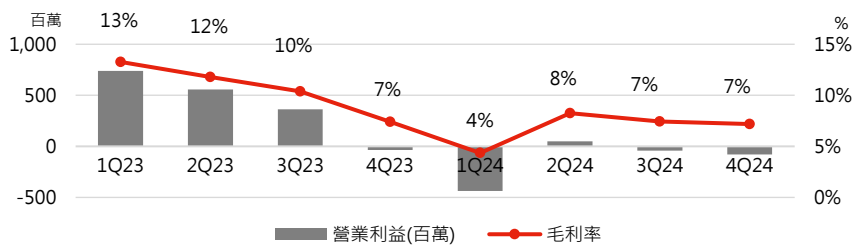


近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

近八季營業利益及毛利率趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Sep. 2024

臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288	
上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220	

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

SinoPac⁺ ESG 評鑑系統為全方位評估企業之永續績效與風險，結合產業指標與跨產業共同指標，其中，產業指標完全依循 SASB 產業準則建置，並參照國際永續相關準則及在地法規，跨產業指標則依循 SASB SICs[®] 永續產業分類系統，篩選出台灣上市櫃企業共同重視之 SASB 永續議題，並參照國際永續相關準則。主要評估依據為企業最新發布之企業社會責任報告書(或永續報告)。惟此指標不代表提及之數據及預測，不必然代表投資績效。

資誠永續發展服務股份有限公司僅於 ESG 評鑑系統方法學建置過程中，就評分指標提供專業意見，對於評分結果及評估報告內容之完整性及真實性，不負擔保責任，亦不對閱讀或使用本評估報告之第三方負任何責任。

永豐投顧已獲 SASB 授權，於研究中使用 SASB 重大性地圖之一般議題分類及揭露主題。SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map[®] General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

SinoPac⁺ ESG 評鑑系統級距說明

A+ 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在前 20%

A 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 21%-40%

B+ 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 41%-60%

B 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 61%-80%

C 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 81%-100%

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Disclosures for U.S. Persons**

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

SinoPac+ ESG Rating System ranking

SinoPac+ ESG Rating System evaluates corporate sustainability using SASB standards, which focus on financially material issues. Specially designed for listed companies in Taiwan, the rating system contains "Industry-specific" criteria, i.e., material issues within an industry, and "Cross-industry" criteria, which are material issues that cut across the 62 industries in Taiwan, categorized according to SASB's Sustainable Industry Classification System® (SICS®), with reference to other globally recognized sustainability standards.

Rating scale explanation

A+: The company falls in the top 20% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance)

A: The company falls in the 21-40% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

B+: The company falls in the 41-60% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

B: The company falls in the 61-80% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

C: The company falls in the 81-100% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

Notes 1) PricewaterhouseCoopers (PwC) Sustainability Services Company Ltd. provides consulting services regarding designing criteria for the SinoPac+ ESG Rating System. It does not guarantee the integrity and accuracy of the score results or analysis, nor having liability to any third party who reads or uses this analysis report. 2) SASB Authorization: SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.