

2024 年 10 月 21 日

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價	16.5 元
目標價	
3 個月	18 元
12 個月	18 元

華夏 (1305 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

07/15/2024	Buy	18.00
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

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	5,811
市值(億元)	96
目前每股淨值(元)	16.26
外資持股比(%)	4.85
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	33.13
融資餘額(張)	3,587
現金股息配發率(%)	59.32

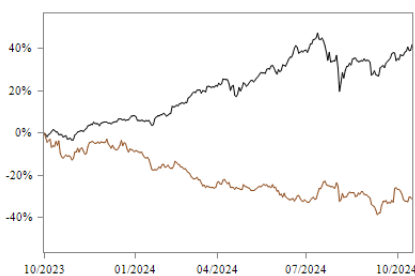
產品組合



- 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



4Q24 旺季報價欲振乏力，投資建議調降至 Neutral。

投資建議：考量 4Q24 PVC 進入需求旺季，然報價走勢欲振乏力，營運表現恐不如預期，投資建議由 Buy 調降至 Neutral。

4Q24 進入印度傳統需求旺季，然中國需求依然未見起色，PVC 報價走勢恐欲振乏力：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，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。3Q24 為印度雨季、需求難有支撐，導致 PVC 利差呈現縮減；4Q24 開始進入印度傳統需求旺季，然中國需求依然未見起色，PVC 報價走勢恐欲振乏力。

預估華夏 2024 年稅後 EPS 0.32 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，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，利差擴大推升毛利率較 1Q24 改善，單季稅後獲利 0.94 億元，稅後 EPS 0.16 元。3Q24 為需求淡季，加上主要產品及原料價格走跌，恐有跌價損失壓力，預估單季稅後獲利 0.51 億元，稅後 EPS 0.09 元。4Q24 進入傳統需求旺季，惟中國需求復甦不明顯恐拖累亞洲整體行情表現，近期 PVC 報價走勢仍處於弱勢震盪，惟產品跌幅減緩之下，跌價損失壓力有望較 3Q24 大幅減輕，另公司頭份廠於 10/19/2024 發生火災，共計五台膠布機受損，佔營收比重約 4%，火災事件恐影響加工製品出貨減少，預估華夏 4Q24 稅後獲利 0.73 億元，EPS 0.13 元。整體而言，預估華夏 2024 年稅後獲利 1.87 億元，YoY-45.33%，稅後 EPS 0.32 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	13,707	11,493	12,514	3,366	3,222	2,905	3,076	2,562	2,950	2,991	3,054	3,083
營業毛利淨額	1,677	1,160	1,805	472	231	173	322	300	366	454	377	412
營業利益	460	76	692	143	-65	-100	46	39	92	185	102	140
稅後純益	342	187	510	147	-39	-32	94	51	73	137	72	102
稅後 EPS(元)	0.59	0.32	0.88	0.25	-0.07	-0.05	0.16	0.09	0.13	0.24	0.12	0.18
毛利率(%)	12.23%	10.09%	14.42%	14.01%	7.18%	5.94%	10.46%	11.70%	12.41%	15.18%	12.35%	13.35%
營業利益率(%)	3.35%	0.66%	5.53%	4.26%	-2.01%	-3.44%	1.50%	1.50%	3.11%	6.18%	3.35%	4.55%
稅後純益率(%)	2.49%	1.63%	4.07%	4.38%	-1.20%	-1.09%	3.07%	1.99%	2.48%	4.58%	2.36%	3.32%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-22.28%	-16.15%	8.89%	0.77%	-4.28%	-9.84%	5.89%	-16.70%	15.13%	1.38%	2.12%	0.96%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	-45.33%	172.65%	21,231.69%	N.A	N.A	N.A	-46.04%	43.79%	86.91%	-47.25%	41.66%

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 10 月 21 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	16,975	16,684	17,750	17,187	18,104
流動資產	7,888	6,755	6,967	6,475	6,629
現金及約當現金	1,220	1,277	1,203	1,170	1,170
應收帳款與票據	2,043	1,422	1,158	1,109	1,352
存貨	3,103	2,562	2,527	321	2,631
採權益法之投資	397	380	360	342	521
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	6,957	7,517
流動負債	2,993	3,109	3,422	2,930	2,455
應付帳款及票據	914	1,202	778	468	823
非流動負債	2,148	3,534	4,101	4,337	5,017
權益總計	11,835	10,041	10,227	10,231	10,587
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	3,716	4,073
母公司業主權益	11,163	9,447	9,581	9,594	9,929
負債及權益總計	16,975	16,684	17,750	17,187	18,104

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	20,222	17,637	13,707	11,493	12,514
營業成本	15,181	16,959	12,031	10,333	10,709
營業毛利淨額	5,040	678	1,677	1,160	1,805
營業費用	1,723	1,663	1,217	1,084	1,113
營業利益	3,317	-984	460	76	692
EBITDA	4,015	215	1,276	776	1,392
業外收入及支出	-10	457	-24	104	-28
稅前純益	3,307	-517	467	180	664
所得稅	676	-179	73	3	133
稅後純益	2,469	-370	342	187	510
稅後 EPS(元)	4.25	-0.64	0.59	0.32	0.88
完全稀釋 EPS**	4.25	-0.64	0.59	0.32	0.88

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%	-16.15%	8.89%
營業毛利淨額	50.04%	-86.55%	147.25%	-30.81%	55.57%
營業利益	54.71%	N.A	N.A	-83.43%	807.64%
稅後純益	51.06%	N.A	N.A	-45.33%	172.65%

獲利能力分析(%)

毛利率	24.93%	3.85%	12.23%	10.09%	14.42%
EBITDA(%)	19.86%	1.22%	9.31%	6.75%	11.12%
營益率	16.40%	-5.58%	3.35%	0.66%	5.53%
稅後純益率	12.21%	-2.10%	2.49%	1.63%	4.07%
總資產報酬率	14.54%	-2.22%	1.93%	1.09%	2.81%
股東權益報酬率	20.86%	-3.69%	3.34%	1.83%	4.81%

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%	221.00%	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	665	840
稅前純益	3,307	-517	467	180	664
折舊及攤銷	705	715	771	518	805
營運資金變動	-2,014	1,449	-124	1,944	-2,197
其他營運現金	208	-831	-93	-1,978	1,569
投資活動現金	-1,697	-1,529	-2,072	-1,165	-1,806
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	55	-585
籌資活動現金	-65	766	977	468	965
長借/公司債變動	850	1,562	784	236	679
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-995	-1,449	-169	-174	-174
其他籌資現金	81	654	362	406	460
淨現金流量	443	56	-73	-33	0
期初現金	777	1,220	1,277	1,203	1,170
期末現金	1,220	1,277	1,203	1,170	1,170

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 21 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	3,340	3,366	3,222	2,905	3,076	2,562	2,950	2,991	3,054	3,083	3,386	3,255
營業成本	3,066	2,894	2,991	2,732	2,754	2,262	2,584	2,537	2,677	2,672	2,824	2,739
營業毛利淨額	274	472	231	173	322	300	366	454	377	412	562	517
營業費用	271	328	296	273	276	261	274	269	275	271	298	286
營業利益	4	143	-65	-100	46	39	92	185	102	140	264	230
業外收入及支出	31	44	-50	40	40	22	2	-7	-7	-7	-7	-6
稅前純益	34	188	-115	-60	86	61	94	178	95	133	257	224
所得稅	14	36	-83	-18	-7	11	17	36	19	27	51	45
稅後純益	1	147	-39	-32	94	51	73	137	72	102	198	170
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)	0.00	0.25	-0.07	-0.05	0.16	0.09	0.13	0.24	0.12	0.18	0.34	0.29

獲利能力(%)

毛利率(%)	8.21%	14.01%	7.18%	5.94%	10.46%	11.70%	12.41%	15.18%	12.35%	13.35%	16.60%	15.87%
營業利益率(%)	0.11%	4.26%	-2.01%	-3.44%	1.50%	1.50%	3.11%	6.18%	3.35%	4.55%	7.80%	7.07%
稅後純益率(%)	0.02%	4.38%	-1.20%	-1.09%	3.07%	1.99%	2.48%	4.58%	2.36%	3.32%	5.85%	5.23%

QoQ(%)

營業收入淨額	-11.64%	0.77%	-4.28%	-9.84%	5.89%	-16.70%	15.13%	1.38%	2.12%	0.96%	9.81%	-3.86%
營業利益	-99.05%	3877.92%	N.A	N.A	N.A	-16.51%	138.06%	101.62%	-44.57%	36.90%	88.42%	-12.92%
稅前純益	-90.50%	449.72%	N.A	N.A	N.A	-29.60%	54.80%	89.84%	-46.33%	39.61%	93.07%	-12.88%
稅後純益	-99.70%	21231.69%	N.A	N.A	N.A	-46.04%	43.79%	86.91%	-47.25%	41.66%	93.77%	-14.12%

YoY(%)

營業收入淨額	-30.99%	-15.52%	-8.13%	-23.16%	-7.91%	-23.87%	-8.43%	2.96%	-0.71%	20.34%	14.78%	8.85%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	1179.11%	-73.15%	N.A	N.A	122.12%	264.21%	188.27%	24.50%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	151.43%	-67.80%	N.A	N.A	11.04%	120.20%	174.64%	26.03%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	13560.78%	-65.44%	N.A	N.A	-23.50%	100.82%	170.62%	24.34%

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。