

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價 13.80 元

目標價

3 個月 15 元

12 個月 15 元

華夏 (1305 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

10/21/2024	Neutral	16.30
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

公司基本資訊

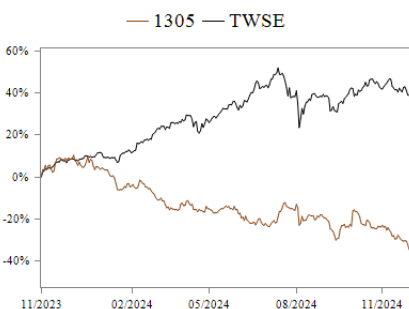
目前股本(百萬元)	5,811
市值(億元)	80
目前每股淨值(元)	15.55
外資持股比(%)	4.66
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	33.13
融資餘額(張)	3,853
現金股息配發率(%)	59.32

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



PVC 報價旺季不旺，營運動能受限，維持 Neutral。

投資建議：考量公司營運成長動能受限，評價屬於合理，維持 Neutral 投資建議。

預估華夏 2024 年稅後 EPS-0.72 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 方面，印度 BIS 認證延期至 12/2024，而中國下游需求未見明顯改善，為降低庫存壓力而增加出口，導致公司營運呈現價量俱跌，加上存貨跌價損失壓力，毛利率由正轉負，單季稅後虧損 4.11 億元，稅後 EPS-0.71 元。4Q24 進入印度傳統需求旺季，惟中國需求復甦不明顯持續拖累亞洲整體行情表現，加上印度需去化 3Q24 的採購量，PVC 報價呈現旺季不旺走勢；另公司頭份廠於 10/19/2024 膠布機台發生火災，因膠布機開工率原就不高、加上可移機生產，故對營運衝擊有限。4Q24 價格止跌回穩有利降低庫存跌價損失壓力，惟市場需求疲弱之下，開工率難有顯著提升，預估單季稅後虧損 0.71 億元，EPS-0.12 元。整體而言，預估華夏 2024 年稅後虧損 4.2 億元，稅後 EPS -0.72 元。

預估 2025 年稅後 EPS 0.45 元：展望 2025 年，倘若印度確切執行 PVC 的 BIS 認證及反傾銷稅，則對於已取得 BIS 認證及反傾銷稅適用稅率較低的華夏營運較為有利，惟在市場需求未顯著復甦之下，利差恐難有明顯改善。預估華夏 2025 年稅後獲利 2.59 億元，稅後 EPS 0.45 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	11,085	11,453	12,619	3,366	3,222	2,905	3,076	2,562	2,542	2,768	2,796	2,735
營業毛利淨額	406	1,397	1,668	472	231	173	322	-260	171	347	322	317
營業利益	-660	331	558	143	-65	-100	46	-521	-86	90	56	52
稅後純益	-420	259	431	147	-39	-32	94	-411	-71	68	43	42
稅後 EPS(元)	-0.72	0.45	0.74	0.25	-0.07	-0.05	0.16	-0.71	-0.12	0.12	0.07	0.07
毛利率(%)	3.66%	12.20%	13.22%	14.01%	7.18%	5.94%	10.46%	-10.14%	6.73%	12.54%	11.50%	11.61%
營業利益率(%)	-5.96%	2.89%	4.42%	4.26%	-2.01%	-3.44%	1.50%	-20.33%	-3.37%	3.24%	2.00%	1.91%
稅後純益率(%)	-3.79%	2.26%	3.41%	4.38%	-1.20%	-1.09%	3.07%	-16.06%	-2.80%	2.47%	1.52%	1.54%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-19.13%	3.32%	10.18%	0.77%	-4.28%	-9.84%	5.89%	-16.70%	-0.80%	8.90%	1.00%	-2.18%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	66.25%	21,231.69%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-37.72%	-1.04%

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。

2024 年 11 月 29 日

公司簡介：

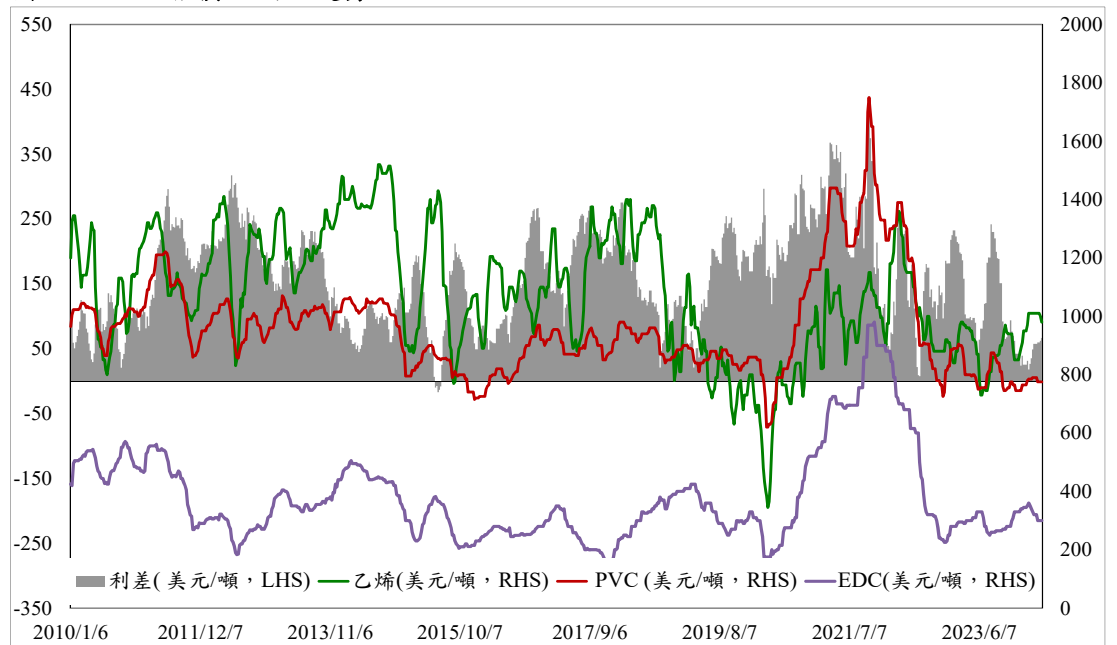
華夏為塑膠製品廠商，其製程整合上游原料生產及下游加工製品(包括 PVC 粉、塑膠布、塑膠皮、塑膠管等)，產品組合中以 PVC 為最大宗。上游原料氯乙烷單體(VCM)由其轉投資公司台灣氯乙烷所生產供應，經聚合反應生產聚氯乙烷(PVC)後，可再經由加工生產塑膠皮、塑膠布、塑膠管等產品。公司 1Q~3Q24 營收比重中，PVC/VCM 占比 68%，PVC 製品占比 24%，其他則為鹼氣產品。

公司 PVC 年產能約 45 萬噸，VCM 年產能約 48.5 萬噸；其中 PVC 外銷比重較高，外銷市場包括印度、中國、東南亞等，其餘則為內銷及自用，而 VCM 則多以自用及內銷為主。

BIS 延期導致印度 3Q24 PVC 進口量淡季不淡，4Q24 庫存去化壓力大，PVC 報價恐旺季不旺：

1Q24 受惠於國際油價上漲，帶動亞洲 PVC 價格同步走揚，惟原料乙烷成本墊高加上 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；同期間原料乙烷及 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，因 BIS 延期導致採購商仍大量進口中國低價 PVC；4Q24 進入印度傳統需求旺季，然因前期 PVC 進口量增加，致使庫存去化壓力較大，亞洲 PVC 報價走勢恐欲振乏力。

圖一、PVC 報價及利差走勢



資料來源：群益彙整

預估 2024 年稅後 EPS-0.72 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

2024 年 11 月 29 日

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 方面，印度 BIS 認證延期至 12/2024，而中國下游需求未見明顯改善，為降低庫存壓力而增加出口，導致公司營運呈現價量俱跌，加上存貨跌價損失壓力，毛利率由正轉負，單季稅後虧損 4.11 億元，稅後 EPS-0.71 元。

4Q24 進入印度傳統需求旺季，惟中國需求復甦不明顯持續拖累亞洲整體行情表現，加上印度需去化 3Q24 的採購量，PVC 報價呈現旺季不旺走勢；另公司頭份廠於 10/19/2024 膠布機台發生火災，因膠布機開工率原就不高、加上可移機生產，故對營運衝擊有限。4Q24 價格止跌回穩有利降低庫存跌價損失壓力，惟市場需求疲弱之下，開工率難有顯著提升，預估單季稅後虧損 0.71 億元，EPS-0.12 元。

整體而言，預估華夏 2024 年稅後虧損 4.2 億元，稅後 EPS -0.72 元。

預估 2025 年稅後 EPS 0.45 元：

展望 2025 年，倘若印度確切執行 PVC 的 BIS 認證及反傾銷稅，則對於已取得 BIS 認證及反傾銷稅適用稅率較低的華夏營運較為有利，惟在市場需求未顯著復甦之下，利差恐難有明顯改善。預估華夏 2025 年稅後獲利 2.59 億元，稅後 EPS 0.45 元。

投資建議：

投資建議方面，考量公司營運成長動能受限，觀察歷史 PBR 低檔區間約 0.8X~1X，以目前 PBR 約 0.9X 而言，評價屬於合理，故維持 Neutral 投資建議。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 11 月 29 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	16,684	17,750	17,148	17,150	17,848
流動資產	6,755	6,967	7,715	8,082	8,201
現金及約當現金	1,277	1,203	1,394	1,430	1,466
應收帳款與票據	1,422	1,158	968	1,241	1,172
存貨	2,562	2,527	1,862	2,050	2,090
採權益法之投資	380	360	133	126	315
不動產、廠房設備	8,448	9,250	8,866	8,530	8,302
負債總計	6,643	7,523	7,568	7,350	7,821
流動負債	3,109	3,422	5,715	5,083	4,481
應付帳款及票據	1,202	778	977	565	875
非流動負債	3,534	4,101	1,654	2,480	3,243
權益總計	10,041	10,227	9,580	9,800	10,027
普通股股本	5,811	5,811	5,811	5,811	5,811
保留盈餘	3,555	3,713	3,065	3,286	3,513
母公司業主權益	9,447	9,581	8,958	9,159	9,357
負債及權益總計	16,684	17,750	17,148	17,150	17,848

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	17,637	13,707	11,085	11,453	12,619
營業成本	16,959	12,031	10,679	10,056	10,951
營業毛利淨額	678	1,677	406	1,397	1,668
營業費用	1,663	1,217	1,066	1,066	1,110
營業利益	-984	460	-660	331	558
EBITDA	215	1,276	40	1,031	1,258
業外收入及支出	457	-24	77	16	17
稅前純益	-517	467	-584	348	574
所得稅	-179	73	-140	70	115
稅後純益	-370	342	-420	259	431
稅後 EPS(元)	-0.64	0.59	-0.72	0.45	0.74
完全稀釋 EPS**	-0.64	0.59	-0.72	0.45	0.74

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-12.78%	-22.28%	-19.13%	3.32%	10.18%
營業毛利淨額	-86.55%	147.25%	-75.81%	244.53%	19.37%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	68.19%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	66.25%

獲利能力分析(%)

毛利率	3.85%	12.23%	3.66%	12.20%	13.22%
EBITDA(%)	1.22%	9.31%	0.36%	9.01%	9.97%
營益率	-5.58%	3.35%	-5.96%	2.89%	4.42%
稅後純益率	-2.10%	2.49%	-3.79%	2.26%	3.41%
總資產報酬率	-2.22%	1.93%	-2.45%	1.51%	2.41%
股東權益報酬率	-3.69%	3.34%	-4.38%	2.64%	4.29%

償債能力檢視

負債比率(%)	39.81%	42.38%	44.13%	42.86%	43.82%
負債/淨值比(%)	66.15%	73.55%	79.00%	75.00%	78.00%
流動比率(%)	217.30%	203.60%	135.00%	159.00%	183.00%

其他比率分析

存貨天數	60.96	77.21	75.00	71.00	69.00
應收帳款天數	35.85	34.35	35.00	35.20	34.90

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	816	1,021	1,852	127	563
稅前純益	-517	467	-584	348	574
折舊及攤銷	715	771	700	742	672
營運資金變動	1,449	-124	1,054	-874	339
其他營運現金	-831	-93	681	-90	-1,023
投資活動現金	-1,529	-2,072	-480	-1,198	-1,838
資本支出淨額	-1,448	-1,404	-1,200	-1,200	-1,200
長期投資變動	-74	-628	-20	-20	-20
其他投資現金	-6	-41	740	22	-618
籌資活動現金	766	977	-1,181	1,107	1,312
長借/公司債變動	1,562	784	-2,446	825	763
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,449	-169	-203	-58	-232
其他籌資現金	654	362	1,469	339	781
淨現金流量	56	-73	191	36	36
期初現金	1,220	1,277	1,203	1,394	1,430
期末現金	1,277	1,203	1,394	1,430	1,466

資料來源：CMoney、群益

2024 年 11 月 29 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	3,340	3,366	3,222	2,905	3,076	2,562	2,542	2,768	2,796	2,735	3,155	3,155
營業成本	3,066	2,894	2,991	2,732	2,754	2,822	2,371	2,421	2,474	2,417	2,743	2,738
營業毛利淨額	274	472	231	173	322	-260	171	347	322	317	411	417
營業費用	271	328	296	273	276	261	257	257	266	265	278	278
營業利益	4	143	-65	-100	46	-521	-86	90	56	52	134	139
業外收入及支出	31	44	-50	40	40	-10	7	4	4	5	4	4
稅前純益	34	188	-115	-60	86	-531	-79	93	60	57	138	144
所得稅	14	36	-83	-18	-7	-100	-14	19	12	11	28	29
稅後純益	1	147	-39	-32	94	-411	-71	68	43	42	106	108
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	-0.71	-0.12	0.12	0.07	0.07	0.18	0.19

獲利能力(%)

毛利率(%)	8.21%	14.01%	7.18%	5.94%	10.46%	-10.14%	6.73%	12.54%	11.50%	11.61%	13.04%	13.22%
營業利益率(%)	0.11%	4.26%	-2.01%	-3.44%	1.50%	-20.33%	-3.37%	3.24%	2.00%	1.91%	4.24%	4.42%
稅後純益率(%)	0.02%	4.38%	-1.20%	-1.09%	3.07%	-16.06%	-2.80%	2.47%	1.52%	1.54%	3.36%	3.42%

QoQ(%)

營業收入淨額	-11.64%	0.77%	-4.28%	-9.84%	5.89%	-16.70%	-0.80%	8.90%	1.00%	-2.18%	15.36%	0.00%
營業利益	-99.05%	3877.92%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-37.55%	-6.90%	156.89%	4.15%
稅前純益	-90.50%	449.72%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-36.13%	-4.80%	143.03%	4.02%
稅後純益	-99.70%	21231.69%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-37.72%	-1.04%	151.15%	1.77%

YoY(%)

營業收入淨額	-30.99%	-15.52%	-8.13%	-23.16%	-7.91%	-23.87%	-21.10%	-4.71%	-9.11%	6.73%	24.11%	13.97%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	1179.11%	N.A	N.A	N.A	21.35%	N.A	N.A	55.55%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	151.43%	N.A	N.A	N.A	-30.58%	N.A	N.A	53.72%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	13560.78%	N.A	N.A	N.A	-54.87%	N.A	N.A	57.55%

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。

2024 年 11 月 29 日

【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。