

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

塑化產業

EVA 需求露出曙光

減碼 · 維持

焦點內容

考量太陽能需求回溫，我們認為 EVA 價格將自 7 月起反轉上漲。我們認為太陽能需求上修有利台聚(1304 TT, NT\$23.10, 增加持股)等 EVA 業者 2023-24 年獲利展望及股票評價。

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

凱基投顧

許家源
886.2.2181.8707
tom.hsu@kgi.com

黃柏瑞
886.2.2181.8706
Barry.Huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

考量太陽能需求回溫，我們認為 EVA 價格將自 7 月起反轉上漲。

評論及分析

EVA 價格已在 2Q23 大幅下跌。EVA 價格自 3 月的 US\$2,249/mt 下跌至 6 月下旬的 US\$1,618/mt，主要因素包括：(1) 中國本土鞋類品牌銷售持續疲弱，而歐美鞋類品牌持續去庫存，拖累發泡級 EVA 需求；(2) 中國太陽能多晶硅產能於 4Q22-1H23 集中投放，拖累多晶硅價格自 2 月高峰已累計下滑 72%，模組價格自 RMB1.78/W 下跌至 RMB1.36/W，拖累太陽能產業鏈進入去庫存；(3) 在 1-2 月貿易商投機性補庫存的推動下，中國 EVA 工廠稼動率自 4Q22 的 88% 回升至 1Q23 的 99%。

去庫存已完成，太陽能級 EVA 需求露出曙光。我們預估 EVA 價格將自 2Q23 的 US\$1,803/mt 上漲至 3Q-4Q23 的 US\$1,900/mt、US\$2,200/mt，反轉時間落於 7 月，主要係考量：(1) 至 6 月，多晶硅價格已處工廠虧損水準，推動模組及終端案場的獲利水準顯著改善，7 月起，模組業者預計升載 5-10 個百分點，膠膜業者亦預計升載 5-15 個百分點，並已擴大 EVA 採購量約 5%；(2) 我們預估中國及歐美鞋類品牌將執行去庫存至 3Q23，並自 4Q23 恢復常態採購，至 1H24 將建置針對奧運的新產品庫存；(3) 日韓裂解廠在 2Q23 歲修潮後擴大乙烯現貨銷售，已拖累乙烯現貨價跌至現金流出水準，對 EVA 形成成本支撐；(4) 太陽能模組業者的膠膜庫存已去化至 10 天的低水準，膠膜業者的 EVA 庫存已去化至 1 個月的低水準；(5) 中國 EVA 工廠面臨庫存壓力下，在 2Q23 降載至 89%，我們估計太陽能級 EVA 粒子庫存將自 1Q23 的累積 2.8 萬噸轉至 2Q-3Q23 的去化 1.2 萬噸、去化 3.2 萬噸；(6) 古雷石化(中)在 2Q23 投產後，EVA 將進入產能投放空窗期、延續至 2H24。

2H23-2024 年 EVA 上升循環啓動。我們預估 2023 年全球 EVA 需求成長 8%、落後產能成長的 11%，而 2024 年需求成長 10%、超越產能成長的 4%，進入上升循環的反轉時間落於 3Q23，反映 2023 年太陽能需求加溫、2024 年發泡需求接棒復甦。我們預估 2023 年全球太陽能裝機量將達 350GW、年增 52%，較市場預期的 280-330GW 區間樂觀。

投資建議

我們認為太陽能需求上修有利台聚(1304 TT, NT\$23.10, 增加持股)等 EVA 業者 2023-24 年獲利展望及股票評價。

投資風險

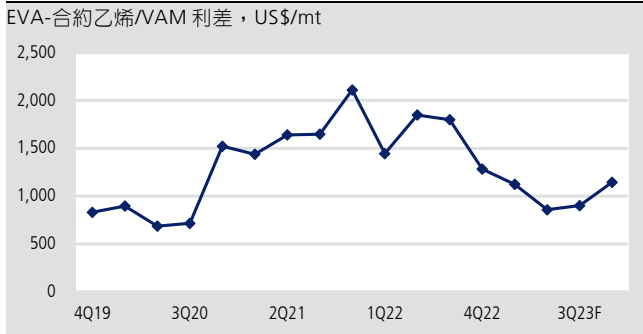
原油價格暴跌、原物料需求弱於預期。

個股評價

股票代碼	公司	相關產品 營收比重(%)	市值 (US\$mn)	股價 (NT\$)	評等	目標價 (NT\$)	漲幅/ 跌幅(%)	EPS (NT\$)		
								2022	2023F	2024F
1301 TT	台塑	EVA(6)	17,511	85.70	持有	85.0	(1)	6.29	4.36	6.17
1304 TT	台聚	EVA(19)	881	23.10	增加持股	30.0	30	1.45	0.52	2.56
1308 TT	亞聚	EVA(68)	505	26.50	未評等	N.A.	N.A.	2.62	2.45	2.32

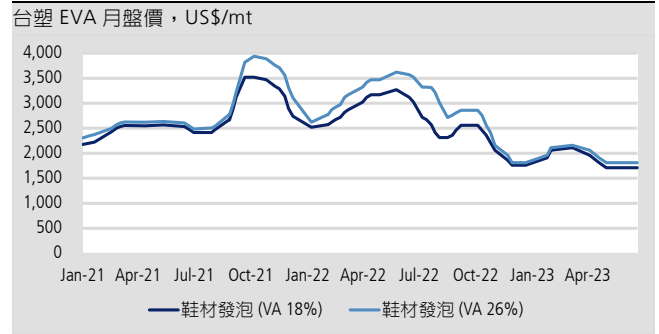
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 1: EVA 利差在 3Q22-2Q23 處跌勢，3Q23 起將擴大



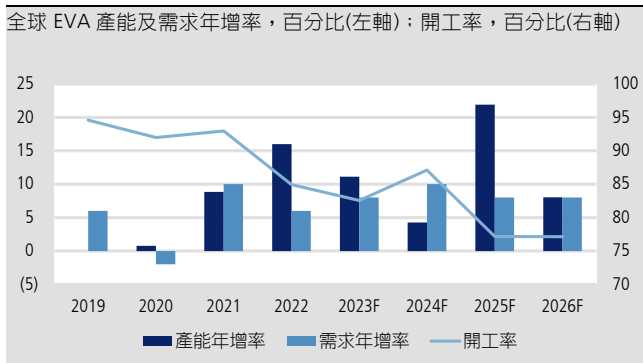
資料來源：隆衆資訊；凱基

圖 2: EVA 價格在 2Q23 處跌勢，3Q23 將反轉上漲



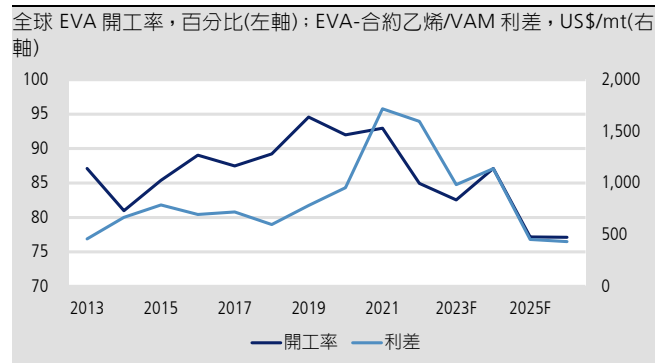
資料來源：隆衆資訊；凱基

圖 3: 2023 年 EVA 需求成長落後產能成長，拖累開工率下滑，2024 年需求成長將超越產能成長，開工率提升滑



資料來源：隆衆資訊；凱基

圖 4: 2024 年開工率復甦將支撐 EVA 利差



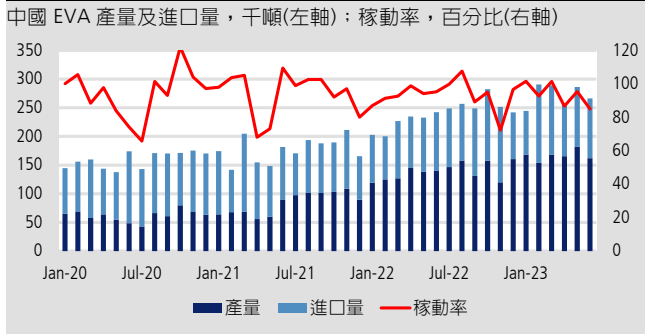
資料來源：隆衆資訊；凱基

圖 5: 2022-26 年全球 EVA 新增產能規劃

時間	公司	製程	乙烯製程	年產能 (千噸)	廠址
2022					
1Q	浙江石化(二期)(榮盛, 桐昆, 巨化 51-20-20 JV)	釜式	輕油裂解	300	舟山, 浙江, 中國
2Q	中石化湛江煉化	釜式	輕油裂解	100	湛江, 廣東, 中國
	Hyundai Chemical (Lotte Chemical, Hyundai Oilbank 40-60 JV)	管式	輕油裂解	150	Daesan, 南韓
	聯泓新材料 (去瓶頸)	管式	MTO	18	滕州, 山東, 中國
4Q	天利高新 (天利實業, 中石油獨山子石化 56-44 JV)	管式	輕油裂解	200	克拉瑪依, 新疆, 中國
	台塑 (去瓶頸)	釜式	輕油裂解	28	寧波, 浙江, 中國
2023					
1Q	Celanese	釜式	乙烷裂解	59	Edmonton, Alta, 加拿大
2Q	古雷石化 (中石化, 旭騰投資 50-50 JV)	管式	輕油裂解	300	漳州, 福建, 中國
2024					
1Q	寧夏寶豐能源(三期)	管式	CTO	250	銀川, 寧夏, 中國
4Q	中化泉州石化 (去瓶頸)	管式	輕油裂解	40	泉州, 福建, 中國
2025					
1Q	裕龍石化(一期)	釜式	輕油裂解	200	煙台, 山東, 中國
	斯爾邦石化	管式	輕油裂解	200	連雲港, 江蘇, 中國
	聯泓新材料	管式	MTO	200	滕州, 山東, 中國
2Q	浙江石化	管式	輕油裂解	300	舟山, 浙江, 中國
	浙江石化	釜式	輕油裂解	100	舟山, 浙江, 中國
3Q	斯爾邦石化	管式	輕油裂解	200	連雲港, 江蘇, 中國
4Q	H&G Chemical (Hanwha Solutions, GS Energy 51-49 JV)	釜式	輕油裂解	300	Yeosu, Jeollanam-do, 南韓
2026					
	斯爾邦石化	管式	輕油裂解	200	連雲港, 江蘇, 中國
	寧夏煤業	釜式	CTO	100	銀川, 寧夏, 中國

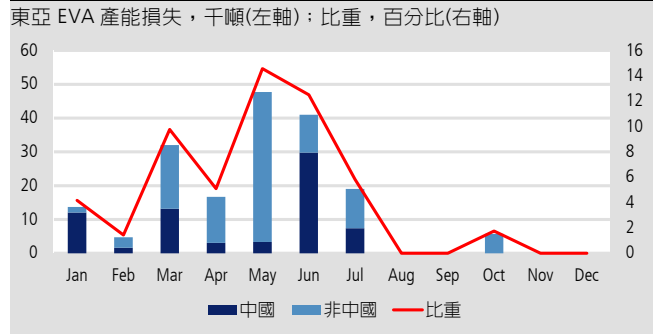
資料來源：隆衆資訊；凱基

圖 6: 中國 EVA 稼動率在 1Q23 提升, 2Q23 下滑



資料來源: 隆聚資訊; 凱基

圖 7: 2Q23 處亞洲 EVA 歲修潮

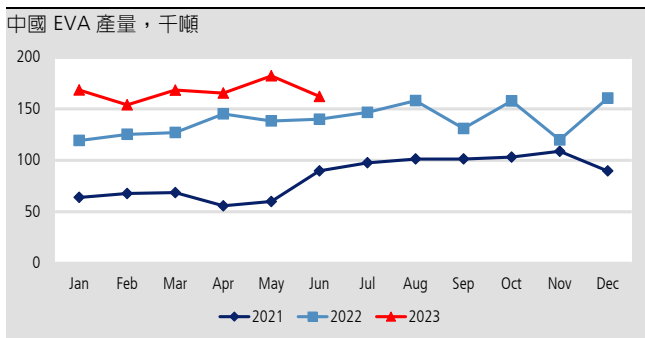


資料來源: 隆聚資訊; 凱基

我們預估 2023 年全球 EVA 需求成長 8%、落後產能成長的 11%，而 2024 年需求成長 10%、超越產能成長的 4%。太陽能與發泡分別佔 EVA 需求 20%、35%，我們預估 2023 年兩者分別貢獻 EVA 需求成長 13、-2 個百分點，至 2024 年，我們預估兩者可分別貢獻 7、2 個百分點。

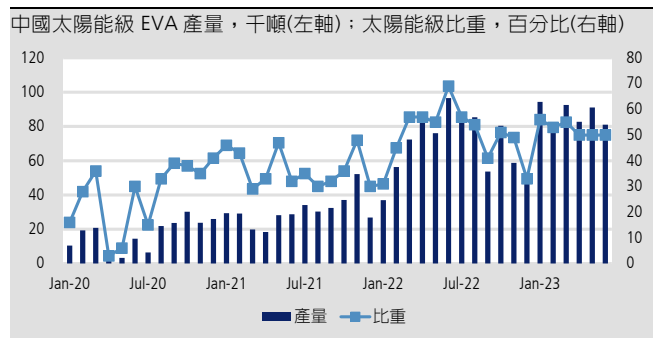
我們預估 2023 年全球太陽能裝機量將達 350GW、年增 52%，較市場預期的 280-330GW 區間樂觀，而太陽能級 EVA 供給量將約當 357GW、接近裝機需求，較 2022 年的供過於求 68GW 顯著改善；至 2024 年，裝機量將達 420GW，超越 EVA 供給量的 409GW，供不應求 11GW。

圖 8: 中國 EVA 產量在 6 月顯著減少



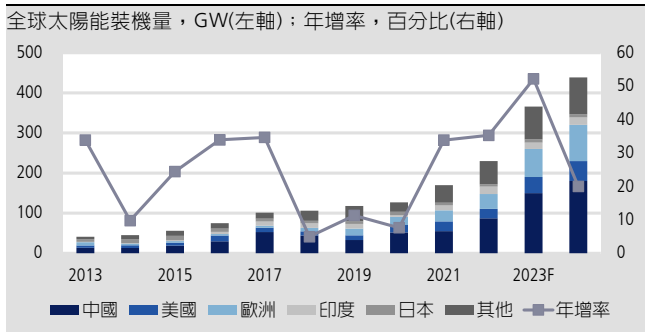
資料來源: 隆聚資訊; 凱基

圖 9: 發泡鞋材及熱熔膠級需求不振下, EVA 工廠的太陽能級產量比重提高



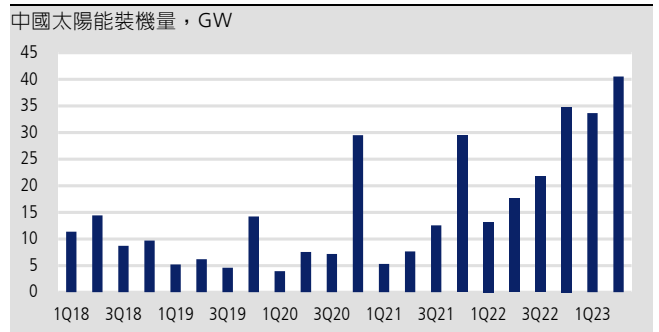
資料來源: 隆聚資訊; 凱基

圖 10: 太陽能裝機帶動太陽能級 EVA 需求成長



資料來源: WIND; 凱基

圖 11: 1Q-2Q23 中國太陽能裝機持續年增



資料來源: WIND; 凱基

圖 12: 中國太陽能級 EVA 季度需求、供給及庫存水準展望

	2022				2023				2024				2022	2023F	2024F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
供給															
EVA產能(千噸/年)	1,644	1,762	1,762	1,990	1,990	2,290	2,290	2,290	2,540	2,540	2,540	2,580	1,790	2,215	2,550
EVA產量(千噸)	372	423	436	438	491	510	550	558	589	601	614	614	1,668	2,108	2,418
開工率(%)	90	96	99	88	99	89	96	97	93	95	97	95	93	95	95
太陽能級比重(%)	45	60	51	44	55	50	60	60	60	55	55	55	50	56	56
太陽能級EVA產量	166	255	223	192	268	255	330	335	353	331	338	338	836	1,188	1,359
EVA進口量	259	286	319	338	334	301	310	310	310	310	310	310	1,202	1,255	1,231
太陽能級EVA進口量	128	142	158	167	173	156	161	161	169	169	169	169	595	650	670
太陽能級EVA供給量	294	397	381	359	441	411	491	495	522	499	506	506	1,431	1,838	1,918
太陽能級EVA供給量(GW)	57	77	74	70	88	82	98	99	104	99	101	101	279	366	405
需求															
模組產量/1.2(GW)	60	61	62	76	82	90	95	100	90	99	105	110	258	367	404
裝機量	13	18	22	35	34	41	38	38	36	36	45	63	87	150	180
模組出口量/1.2	31	35	36	28	42	47	58	46	46	46	70	70	129	193	232
模組庫存變動	16	9	4	13	6	3	(0)	16	8	17	(10)	(23)	41	24	(8)
供需差距(GW)	(3)	17	13	(6)	6	(8)	3	(1)	13	0	(4)	(9)	21	(1)	1
供需差距(千噸)	(13)	85	65	(28)	28	(41)	13	(7)	68	2	(19)	(46)	108	(7)	5

資料來源：隆家資訊；凱基

圖 13: 太陽能級 EVA 需求及供給展望概要

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
太陽能裝機量 (GW)	101	106	118	127	170	230	350	420
年增率 (%)	35	5	11	8	34	35	52	20
中國	53	44	33	52	55	87	150	180
美國	11	10	12	19	25	24	40	50
歐盟	5	9	17	20	28	37	70	90
印度	10	11	12	4	12	18	16	19
日本	7	7	7	9	6	6	8	8
其他	15	25	38	23	44	58	82	92
太陽能膠膜需求 (百萬平方公尺)	1,527	1,297	1,444	1,494	1,958	2,622	3,906	4,637
太陽能EVA膠膜需求 (千噸)	687	584	650	672	881	1,180	1,758	2,087
年增量		(103)	66	22	209	299	578	329
整體EVA需求 (千噸)	3,629	3,702	3,924	3,846	4,230	4,484	4,843	5,327
年增量		73	222	(78)	385	254	359	484
太陽能EVA供給 (千噸)	572	572	650	724	922	1,530	1,793	2,043
年增量		0	78	74	198	608	263	250
太陽能EVA供給 (GW)	84	104	118	137	178	298	357	409
年增率 (%)		24	14	16	30	68	20	14

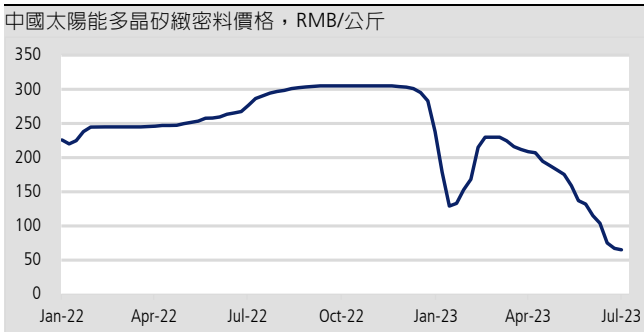
資料來源：隆家資訊；凱基

圖 14: 太陽能級 EVA 供給展望

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
太陽能EVA供給(千噸)	572	572	650	724	922	1,530	1,793	2,043
年增量		0	78	74	198	608	263	250
南韓	230	230	230	230	230	260	280	310
Hanwha Total	180	180	180	180	180	180	180	180
LG Chem	50	50	50	50	50	50	50	50
Hyundai Chemical	0	0	0	0	0	30	50	80
台灣	132	132	132	138	144	144	252	352
台聚	72	72	72	72	72	72	72	72
亞聚	36	36	36	36	36	36	36	36
台塑	24	24	24	30	36	36	64	64
古雷石化	0	0	0	0	0	0	80	180
新加坡	60	60	60	60	60	60	60	60
TPC	60	60	60	60	60	60	60	60
中國	0	0	78	146	338	916	1,051	1,171
斯爾邦石化	0	0	60	120	192	216	216	216
聯泓新材料	0	0	18	24	36	80	100	100
揚子石化-巴斯夫	0	0	0	2	65	75	75	75
中石化揚子石化	0	0	0	0	15	50	60	60
延長中煤榆能化	0	0	0	0	25	150	180	180
中石化燕山石化	0	0	0	0	3	10	10	10
中化泉州	0	0	0	0	2	30	30	30
浙江石化	0	0	0	0	0	270	270	270
中石化湛江煉化	0	0	0	0	0	15	30	50
天利高新	0	0	0	0	0	20	80	100
寧夏寶豐	0	0	0	0	0	0	0	80
裕龍石化	0	0	0	0	0	0	0	0
其他	150	150	150	150	150	150	150	150
市佔率(%)								
南韓	40	40	35	32	25	17	16	15
台灣	23	23	20	19	16	9	14	17
新加坡	10	10	9	8	7	4	3	3
中國	0	0	12	20	37	60	59	57
其他	26	26	23	21	16	10	8	7
太陽能EVA供給(GW)	84	104	118	137	178	298	357	409
年增率(%)		24	14	16	30	68	20	14

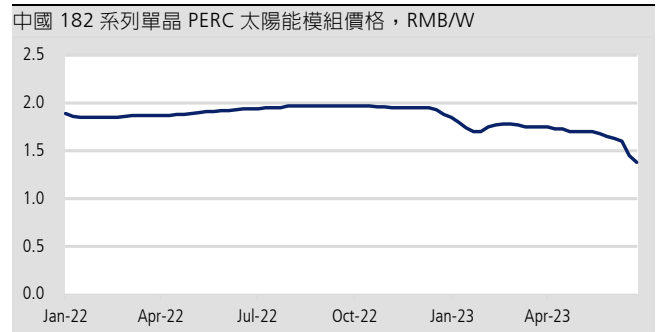
資料來源：隆聚資訊：凱基

圖 15: 4Q22 起中國太陽能多晶矽產能投放, 拖累價格大幅下跌



資料來源：隆聚資訊：凱基

圖 16: 1H23 太陽能多晶矽價格下跌拖累模組價格下跌



資料來源：隆聚資訊：凱基

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

台聚

(1304.TW/1304 TT)

增加持股 · 調升

收盤價 June 30 (NT\$)	23.10
12 個月目標價 (NT\$)	30.00
前次目標價 (NT\$)	22.00
調升 (%)	36.4
上漲空間 (%)	29.9

焦點內容

考量太陽能需求回溫，我們認為 EVA 價格將自 7 月起反轉上漲。建議投資人布局該股。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	27.46 / 889
流通在外股數 (百萬股)：	1,189
外資持有股數 (百萬股)：	412.7
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.05
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	19.15 - 27.05

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-12.7	4.5	-6.7
相對表現 (%)	-19.4	-15.1	-20.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.50A	0.33A	0.16A	0.46A
2023	(0.09)A	0.04F	0.05F	0.52F
2024	0.43F	0.67F	0.78F	0.68F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

許家源
886 2 2181 8707
tom.hsu@kgi.com

黃柏瑞
886.2.2181.8706
Barry.Huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

EVA 需求露出曙光

重要訊息

考量太陽能需求回溫，我們認為 EVA 價格將自 7 月起反轉上漲。

評論及分析

去庫存已完成，太陽能級 EVA 需求露出曙光。我們預估 EVA 價格將自 2Q23 的 US\$1,803/mt 上漲至 3Q23 的 US\$1,900/mt，反轉時間落於 7 月，主要係考量：(1) 多晶硅價格已顯著下跌，加上原料庫存已去化至低水準，推動模組及膠膜業者預計自 7 月起升載，其中，膠膜業者已擴大 EVA 採購量約 5%；(2) 我們預估鞋類品牌去庫存將在 3Q-4Q23 完成；(3) 中國 EVA 工廠已在 2Q23 大幅降載；(4) EVA 將進入產能投放空窗期、延續至 2H24。

EVA 帶動核心及轉投資收益。我們將台聚 2023 年 EPS 下修至 0.52 元，反應 2Q23 EVA、PVC，處於去庫存拖累台聚、亞聚(1308 TT, NT\$26.5, 未評等)及華夏(1305 TT, NT\$23.4, 增加持股)獲利。我們將台聚 2024 年 EPS 預估上修至 2.56 元，主要係考量：(1) 2H23-2024 年 EVA 上升循環啟動，將帶動台聚、亞聚及古雷石化(中)獲利。(2) 我們預估 2023-24 年古雷石化對台聚的每股損益貢獻將達-1.39 元、-0.30 元，較 2022 年的-2.44 元大幅改善，反映古雷石化的 EVA 工廠產能相當於裂解廠乙烯產能的 31%，在 5 月投產後，帶動裂解廠稼動自 1Q23 的 75-85%回升 80-90%，並減少乙烯現貨外售量。

投資建議

反映 EVA 需求成長將推動台聚在 2H23-2024 年重啟獲利復甦，我們上修目標價至 30 元，相當於 2024 年預估每股淨值 25 元的 1.2 倍(自 2023 年預估每股淨值 24 元的 0.9 倍)，調升投資評等至「增加持股」。建議投資人布局該股。

投資風險

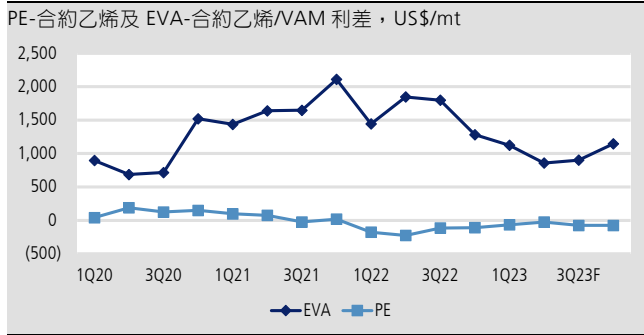
原油價格暴跌、原物料需求弱於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	50,201	71,756	66,437	53,997	61,620
營業毛利 (NT\$百萬)	10,480	17,754	10,940	7,935	10,336
營業利益 (NT\$百萬)	6,896	12,883	5,736	3,695	6,176
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,410	5,191	1,555	557	2,743
每股盈餘 (NT\$)	2.25	4.84	1.45	0.52	2.56
每股現金股利 (NT\$)	1.00	2.20	0.70	0.20	1.20
每股盈餘成長率 (%)	88.1	115.4	(70.0)	(64.2)	392.4
本益比 (x)	10.3	4.8	15.9	44.5	9.0
股價淨值比 (x)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	4.0	2.5	4.6	6.5	4.5
淨負債比率 (%)	17.1	10.6	7.0	3.7	Net cash
殖利率 (%)	4.3	9.5	3.0	0.9	5.2
股東權益報酬率 (%)	12.2	22.4	6.2	2.3	10.7

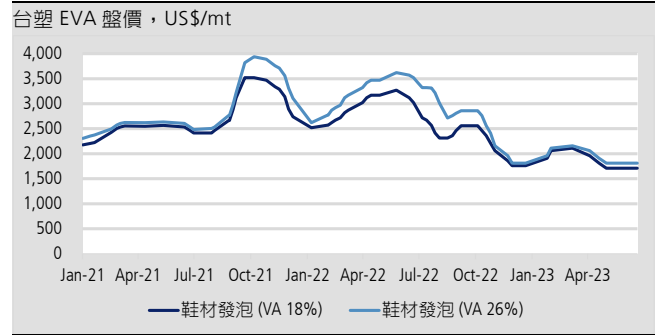
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: EVA 利差將在 3Q23 擴大



資料來源：隆衆資訊：凱基

圖 2: EVA 價格在 2Q23 處跌勢，3Q23 將反轉上漲



資料來源：隆衆資訊：凱基

圖 3：部門獲利預估

(百萬元)	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
台聚	224	342	268	556	348	534	720	534	3,522	3,469	1,390	2,136
亞聚	253	324	260	461	349	436	523	436	3,319	2,947	1,298	1,744
華夏	378	2	300	320	420	467	467	451	3,317	(984)	999	1,805
台達化	(113)	(116)	(100)	(3)	13	13	13	13	2,247	225	(332)	50
越峰	(79)	10	10	99	35	35	35	35	155	47	40	140
其他	75	75	75	75	75	75	75	75	322	32	300	300
營業利益合計	738	637	812	1,507	1,239	1,560	1,833	1,544	12,883	5,736	3,695	6,176
古雷石化轉投資收益	(1,315)	(1,120)	(700)	(365)	(300)	(150)	(150)	(150)	(728)	(6,155)	(3,500)	(750)
亞聚	(16)	39	167	219	165	230	328	230	1,944	908	409	953
華夏	149	7	155	186	206	230	233	222	1,587	(238)	498	891
台達化	(45)	(45)	(32)	10	17	17	22	17	1,151	256	(111)	75
越峰	(15)	1	1	18	8	8	8	8	15	4	5	30
恆凱環球	(364)	(310)	(194)	(102)	(83)	(42)	(42)	(42)	(207)	(1,704)	(970)	(208)
旭騰投資	(197)	(168)	(105)	(55)	(45)	(23)	(23)	(23)	(112)	(922)	(525)	(113)
其他	50	50	50	50	50	50	50	50	511	80	200	200
少數股東權益合計	(492)	(426)	42	381	318	472	576	463	4,888	(1,616)	(494)	1,829
稅後淨利	(97)	46	54	554	462	719	838	725	5,191	1,555	557	2,743
EPS	(0.09)	0.04	0.05	0.52	0.43	0.67	0.78	0.68	4.84	1.45	0.52	2.56
DPS									2.20	0.70	0.20	1.20

資料來源：凱基

圖 4：2Q23 & 3Q23 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2Q23F							3Q23F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	13,207	16,325	(19.1)	0.2	(26.0)	13,740	(3.9)	13,704	17,007	(19.4)	3.8	(16.1)	14,484	(5.4)
毛利	1,697	2,893	(41.3)	(3.0)	(44.0)	2,086	(18.7)	1,872	3,153	(40.6)	10.3	(4.6)	2,432	(23.0)
營業利益	637	1,753	(63.7)	(13.7)	(62.2)	1,069	(40.4)	812	2,013	(59.7)	27.5	22.5	1,377	(41.0)
稅前淨利	(318)	696	-	-	-	(44)	-	227	1,481	(84.7)	-	-	598	(62.0)
稅後淨利	46	383	(88.1)	-	(87.1)	109	(57.8)	54	652	(91.7)	18.2	(69.0)	295	(81.7)
每股盈餘 (元)	0.04	0.36	(88.1)	-	(87.1)	0.10	(57.8)	0.05	0.61	(91.7)	18.2	(69.0)	0.26	(81.7)
毛利率 (%)	12.8	17.7	(4.9)ppts	(0.4)ppts	(4.1)ppts	15.2	(2.3)ppts	13.7	18.5	(4.9)ppts	0.8 ppts	1.7 ppts	16.8	(3.1)ppts
營業率 (%)	4.8	10.7	(5.9)ppts	(0.8)ppts	(4.6)ppts	7.8	(3.0)ppts	5.9	11.8	(5.9)ppts	1.1 ppts	1.9 ppts	9.5	(3.6)ppts
淨利率 (%)	0.3	2.3	(2.0)ppts	1.1 ppts	(1.6)ppts	0.8	(0.4)ppts	0.4	3.8	(3.4)ppts	0.0 ppts	(0.7)ppts	2.0	(1.6)ppts

資料來源：凱基

圖 5：2023-24 年財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	53,997	62,881	(14.1)	(18.7)	55,798	(3.2)	61,620	65,241	(5.6)	14.1	56,569	8.9
毛利	7,935	10,762	(26.3)	(27.5)	8,783	(9.7)	10,336	8,649	19.5	30.3	10,352	(0.2)
營業利益	3,695	6,202	(40.4)	(35.6)	4,603	(19.7)	6,176	4,339	42.3	67.2	5,779	6.9
稅前獲利	591	3,372	(82.5)	(15.2)	758	(22.0)	5,776	5,659	2.1	877.7	3,656	58.0
稅後淨利	557	1,563	(64.4)	(64.2)	704	(20.9)	2,743	2,387	14.9	392.4	1,792	53.0
每股盈餘 (元)	0.52	1.46	(64.4)	(64.2)	0.55	(20.9)	2.56	2.23	14.9	392.4	1.51	53.0
毛利率 (%)	14.7	17.1	(2.4)ppts	(1.8)ppts	15.7	(1.0)ppts	16.8	13.3	3.5 ppts	2.1 ppts	18.3	(1.5)ppts
營益率 (%)	6.8	9.9	(3.0)ppts	(1.8)ppts	8.2	(1.4)ppts	10.0	6.7	3.4 ppts	3.2 ppts	10.2	(0.2)ppts
淨利率 (%)	1.0	2.5	(1.5)ppts	(1.3)ppts	1.3	(0.2)ppts	4.5	3.7	0.8 ppts	3.4 ppts	3.2	1.3 ppts

資料來源：凱基

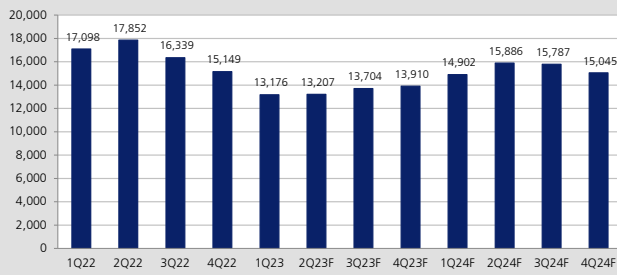
圖 6: 公司概況

台聚成立於 1965 年，為台聚集團中的 EVA-PE 製造商，並透過持股 37% 的亞聚(1308 TT, NT\$26.5, 未評等)經營 EVA-PE 業務、透過持股 35% 的華夏(1305 TT, NT\$23.4, 增加持股)經營 VCM-PVC 業務、透過持股 38% 的台達化(1309 TT, NT\$20.2, 持有)經營 PS-ABS 業務、透過持股 45% 的越峰(8121 TT, NT\$29.0, 未評等)經營電感類被動元件業務，並將以上公司皆列入合併財務報表。台聚持有古雷石化一貫化輕油裂解廠 23% 股權。

資料來源：凱基

圖 8: 季營業收入

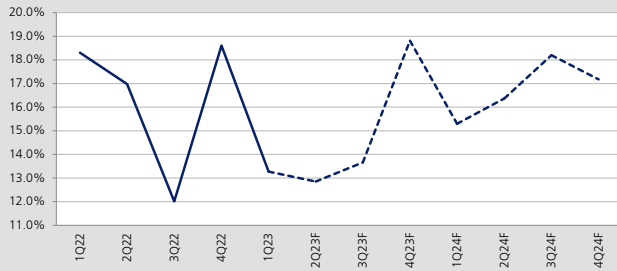
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 毛利率

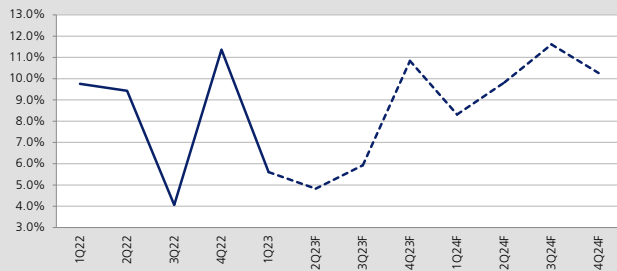
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 營業利潤率

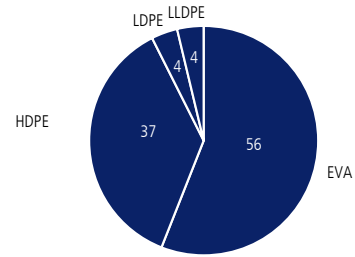
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 7: EVA 及 HDPE 為台聚主要產品

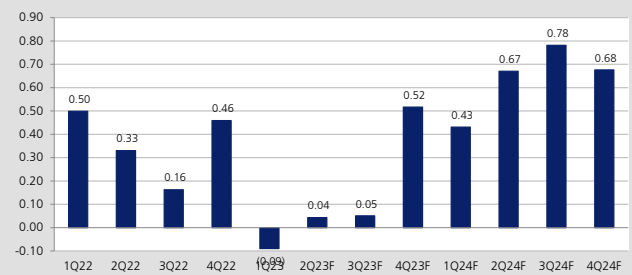
2020 年台聚個體產品營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 每股盈利

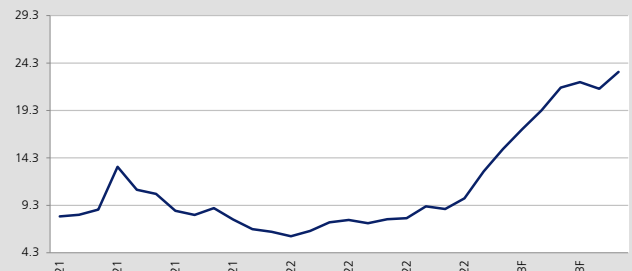
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 本益比

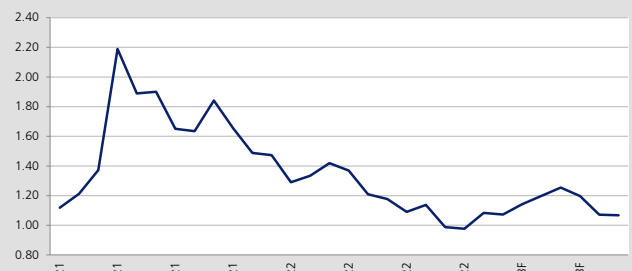
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	13,176	13,207	13,704	13,910	14,902	15,886	15,787	15,045	66,437	53,997	61,620
營業成本	(11,427)	(11,510)	(11,832)	(11,293)	(12,623)	(13,287)	(12,914)	(12,461)	(55,497)	(46,062)	(51,284)
營業毛利	1,749	1,697	1,872	2,617	2,279	2,600	2,873	2,584	10,940	7,935	10,336
營業費用	(1,010)	(1,060)	(1,060)	(1,110)	(1,040)	(1,040)	(1,040)	(1,040)	(5,204)	(4,240)	(4,160)
營業利益	738	637	812	1,507	1,239	1,560	1,833	1,544	5,736	3,695	6,176
折舊	(615)	(600)	(600)	(585)	(500)	(500)	(500)	(500)	(2,351)	(2,400)	(2,000)
攤提	(15)	(15)	(15)	(14)	(15)	(15)	(15)	(15)	(59)	(59)	(59)
EBITDA	1,368	1,252	1,427	2,107	1,754	2,075	2,348	2,059	8,146	6,154	8,235
利息收入	58	50	50	42	38	38	38	38	146	200	150
投資利益淨額	11	(995)	(625)	(1,641)	(250)	(100)	(100)	(100)	464	(3,250)	(550)
其他營業外收入	64	50	50	22	50	50	50	50	234	186	200
總營業外收入	133	(895)	(525)	(1,577)	(163)	(13)	(13)	(13)	844	(2,864)	(200)
利息費用	(64)	(60)	(60)	(56)	(50)	(50)	(50)	(50)	(215)	(240)	(200)
投資損失	(1,315)	-	-	1,315	-	-	-	-	(6,155)	-	-
其他營業外費用	(48)	-	-	48	-	-	-	-	487	-	-
總營業外費用	(1,428)	(60)	(60)	1,308	(50)	(50)	(50)	(50)	(5,883)	(240)	(200)
稅前純益	(556)	(318)	227	1,238	1,027	1,497	1,771	1,482	697	591	5,776
所得稅費用[利益]	(32)	(62)	(131)	(303)	(247)	(307)	(357)	(294)	(758)	(528)	(1,205)
少數股東損益	492	426	(42)	(381)	(318)	(472)	(576)	(463)	1,616	494	(1,829)
非常項目前稅後純益	(97)	46	54	554	462	719	838	725	1,555	557	2,743
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(97)	46	54	554	462	719	838	725	1,555	557	2,743
每股盈餘 (NT\$)	(0.09)	0.04	0.05	0.52	0.43	0.67	0.78	0.68	1.45	0.52	2.56
獲利率 (%)											
營業毛利率	13.3	12.8	13.7	18.8	15.3	16.4	18.2	17.2	16.5	14.7	16.8
營業利益率	5.6	4.8	5.9	10.8	8.3	9.8	11.6	10.3	8.6	6.8	10.0
EBITDA Margin	10.4	9.5	10.4	15.1	11.8	13.1	14.9	13.7	12.3	11.4	13.4
稅前純益率	(4.2)	(2.4)	1.7	8.9	6.9	9.4	11.2	9.8	1.0	1.1	9.4
稅後純益率	(0.7)	0.3	0.4	4.0	3.1	4.5	5.3	4.8	2.3	1.0	4.5
季成長率 (%)											
營業收入	(13.0)	0.2	3.8	1.5	7.1	6.6	(0.6)	(4.7)			
營業毛利	(38.0)	(3.0)	10.3	39.8	(12.9)	14.1	10.5	(10.1)			
營業收益增長	(57.1)	(13.7)	27.5	85.6	(17.8)	25.9	17.5	(15.8)			
EBITDA	(41.7)	(8.5)	14.0	47.7	(16.8)	18.3	13.2	(12.3)			
稅前純益	(2597.7)	(42.8)		444.7	(17.1)	45.9	18.2	(16.3)			
稅後純益	(119.6)		18.2	924.3	(16.6)	55.5	16.6	(13.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	(22.9)	(26.0)	(16.1)	(8.2)	13.1	20.3	15.2	8.2	(7.4)	(18.7)	14.1
營業毛利	(44.1)	(44.0)	(4.6)	(7.1)	30.3	53.2	53.5	(1.3)	(38.4)	(27.5)	30.3
營業收益	(55.7)	(62.2)	22.5	(12.4)	67.8	144.9	125.7	2.4	(55.5)	(35.6)	67.2
EBITDA	(39.4)	(45.0)	12.7	(10.1)	28.2	65.7	64.5	(2.3)	(46.5)	(24.5)	33.8
稅前純益	(156.3)	(177.7)		5457.4			679.1	19.7	(94.5)	(15.2)	877.7
稅後純益	(118.0)	(87.1)	(69.0)	12.5		1470.9	1449.3	30.9	(70.0)	(64.2)	392.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	77,325	84,825	77,742	77,353	81,709
流動資產	28,540	35,367	31,615	33,552	38,418
現金及短期投資	15,662	16,603	14,760	17,075	21,415
存貨	4,296	7,600	7,200	7,486	7,486
應收帳款及票據	7,482	9,391	7,940	6,236	6,236
其他流動資產	1,099	1,773	1,716	2,755	3,280
非流動資產	48,785	49,458	46,127	43,801	43,292
長期投資	23,530	22,716	16,655	13,101	12,151
固定資產	23,257	24,471	25,520	25,651	26,151
什項資產	1,997	2,271	3,951	5,049	4,990
負債總額	28,601	29,180	26,817	26,752	26,752
流動負債	12,704	15,550	10,776	9,926	9,926
應付帳款及票據	3,407	3,529	3,349	3,023	3,023
短期借款	5,382	5,837	2,691	2,691	2,691
什項負債	3,915	6,184	4,736	4,212	4,212
長期負債	15,897	13,631	16,041	16,826	16,826
長期借款	12,585	10,443	12,358	12,359	12,359
其他負債及準備	2,928	2,800	2,420	4,467	4,467
股東權益總額	48,724	55,645	50,925	50,600	54,957
普通股本	11,888	11,888	11,888	11,888	11,888
保留盈餘	5,606	9,881	8,378	8,720	10,176
少數股東權益	27,733	30,183	26,429	26,269	28,097
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(9.8%)	42.9%	(7.4%)	(18.7%)	14.1%
營業收益增長	135.2%	86.8%	(55.5%)	(35.6%)	67.2%
EBITDA	79.0%	64.5%	(46.5%)	(24.5%)	33.8%
稅後純益	88.1%	115.4%	(70.0%)	(64.2%)	392.4%
每股盈餘成長率	88.1%	115.4%	(70.0%)	(64.2%)	392.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	20.9%	24.7%	16.5%	14.7%	16.8%
營業利益率	13.7%	18.0%	8.6%	6.8%	10.0%
EBITDA Margin	18.4%	21.2%	12.3%	11.4%	13.4%
稅後純益率	4.8%	7.2%	2.3%	1.0%	4.5%
平均資產報酬率	3.2%	6.4%	1.9%	0.7%	3.4%
股東權益報酬率	12.2%	22.4%	6.2%	2.3%	10.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	36.9%	29.3%	29.6%	29.7%	27.4%
淨負債比率	17.1%	10.6%	7.0%	3.7%	Net cash
利息保障倍數 (x)	33.1	77.3	4.2	3.5	29.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.7	0.1	0.1	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	48.8	53.5	45.3	20.5	35.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.9	1.5	3.4	1.7	2.4
流動比率 (x)	2.2	2.3	2.9	3.4	3.9
速動比率 (x)	1.9	1.8	2.3	2.6	3.1
淨負債 (NT\$百萬)	8,330	5,915	3,551	1,889	(2,452)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.25	4.84	1.45	0.52	2.56
每股現金盈餘 (NT\$)	10.09	8.33	9.09	4.58	6.58
每股淨值 (NT\$)	17.66	21.42	20.61	22.69	25.05
調整後每股淨值 (NT\$)	19.58	23.75	22.84	22.69	25.05
每股營收 (NT\$)	46.82	66.92	61.96	50.36	57.47
EBITDA/Share (NT\$)	8.63	14.19	7.60	5.74	7.68
每股現金股利 (NT\$)	1.00	2.20	0.70	0.20	1.20
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.67	0.89	0.82	0.70	0.77
應收帳款周轉天數	54.5	47.8	43.6	42.2	37.0
存貨周轉天數	39.6	51.4	47.4	59.3	53.4
應付帳款周轉天數	31.4	23.9	22.0	24.0	21.6
現金轉換周轉天數	62.7	75.3	68.9	77.5	68.9

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	50,201	71,756	66,437	53,997	61,620
營業成本	(39,721)	(54,002)	(55,497)	(46,062)	(51,284)
營業毛利	10,480	17,754	10,940	7,935	10,336
營業費用	(3,584)	(4,871)	(5,204)	(4,240)	(4,160)
營業利益	6,896	12,883	5,736	3,695	6,176
總營業外收入	444	688	844	(2,864)	(200)
利息收入	103	80	146	200	150
投資利益淨額	187	391	464	(3,250)	(550)
其他營業外收入	155	217	234	186	200
總營業外費用	(222)	(818)	(5,883)	(240)	(200)
利息費用	(222)	(167)	(215)	(240)	(200)
投資損失	(165)	(728)	(6,155)	-	-
其他營業外費用	165	77	487	-	-
稅前純益	7,119	12,752	697	591	5,776
所得稅費用[利益]	(1,440)	(2,673)	(758)	(528)	(1,205)
少數股東損益	(3,273)	(4,888)	1,616	494	(1,829)
非常項目	4	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	2,410	5,191	1,555	557	2,743
EBITDA	9,249	15,219	8,146	6,154	8,235
每股盈餘 (NT\$)	2.25	4.84	1.45	0.52	2.56

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	10,816	8,933	9,750	4,913	7,055
本期純益	2,410	5,191	1,555	557	2,743
折舊及攤提	2,353	2,336	2,410	2,459	2,059
本期運用資金變動	817	(5,120)	1,405	146	(1,597)
其他營業資產及負債變動	5,235	6,526	4,380	1,752	3,851
投資活動之現金流量	(7,041)	(3,366)	(2,514)	(2,500)	(2,500)
投資用短期投資出售[新購]	239	179	(13)	-	-
本期長期投資變動	(5,122)	-	(90)	55	200
資本支出淨額	(2,331)	(3,622)	(2,770)	(2,500)	(2,500)
其他資產變動	174	77	360	(55)	(200)
自由現金流	6,267	3,712	482	441	2,790
融資活動之現金流量	(1,879)	(4,750)	(6,757)	(751)	(214)
短期借款變動	(1,533)	(228)	(98)	-	-
長期借款變動	(2,903)	(1,061)	(1,159)	1	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,113)	(2,903)	(5,420)	(832)	(214)
其他融資現金流	3,670	(557)	(80)	81	-
匯率影響數	(186)	(89)	654	-	-
本期產生現金流量	1,710	728	1,133	1,663	4,341

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	7.1%	6.8%	7.8%	7.9%	6.8%
= 營業利益率	13.7%	18.0%	8.6%	6.8%	10.0%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.3	0.4	0.5	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
= 資本周轉率	1.7	2.1	1.9	1.4	1.5
營業利益率	13.7%	18.0%	8.6%	6.8%	10.0%
x 資本周轉率	1.7	2.1	1.9	1.4	1.5
x (1 - 有效現金稅率)	79.8%	79.0%	(8.8%)	10.7%	79.1%
= 稅後 ROIC	18.9%	29.9%	(1.4%)	1.0%	12.0%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司(以下簡稱本公司)為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。