

Fubon Research

2023 年 3 月 15 日

中立

股價
NT\$19.55
目標價
NT\$18.50

○訪談摘要
●公司動態
○獲利預覽
○初次評論
●獲利調整
○評等調整

流通在外股數 (百萬)
18,120
市值 (百萬台幣)
593
外資持股份 (%)
13.07
投信持股份 (%)
0.03
董監持股份 (%)
5.26
52 週高價 (元)
25.15
52 週低價 (元)
16.60
當沖比率
16%

ESG 評等 7 產業排名 5/25



資料來源：CMoney

淨值預估及評等修正

	新	舊	%
評 等	中立	中立	
目標價	18.5	16.5	12%
BVPS 預估 (元)	36.8	36.7	0%
目標 PB (x)	0.5x	0.45x	

主要財務報表分析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營收淨額	18,177	18,698	33,538
年成長率(%)	-19.4	2.9	79.4
營業利益	-787	-177	-117
年成長率(%)	-127.0	--	--
稅後淨利	-494	211	143
年成長率(%)	-108.4	--	-32.2
每股淨利(NT\$)	-0.54	0.23	0.16
每股現金股利	0.0	0.0	0.0
本益比(x)	-35.9	84.1	123.5
本淨比(x)	0.5	0.5	0.5
現金股利殖利率	0.0	0.0	0.0
淨值報酬率(%)	-1.2	1.0	0.8

資料來源：CMoney、富邦投顧

國喬 (1312 TT)

4Q22 財報低於預期

連三季虧損，投資建議維持中立，目標價 18.5 元

- ◆ 4Q22 SM 與 ABS 延續低迷，EPSS -0.32 元，低於預期。
- ◆ ABS 新增產能偏多，利差預期難以有效提升。
- ◆ 2023 年主要產品供需結構不佳，營運承壓。

4Q22 SM 與 ABS 延續低迷，EPSS -0.32 元，低於預期

4Q22 EPS -0.32 元，低於研究部預期-0.16 元；ABS 產能快速成長，加上終端白電需求疲弱，使得市場價格競爭劇烈，ABS 陷入虧損壓力；另外 SM 延續過剩，現貨利差多數時間呈現虧損狀態，造成本業未能脫離虧損泥淖，業外轉投資鎮江奇美與漳州奇美表現同樣也受到 ABS 與 PS 利差下滑拖累。

ABS 新增產能偏多，利差預期難以有效提升

ABS 今年新增產能雖然會較去年略為減少，但總量還是達到百萬噸水準，供應增量遠高於需求平均成長量，市場上延續著充裕的供應量；需求端來看，ABS 用於家電的塑膠外殼為主，又以白色家電用量為大宗，疫情解封後居家需求降溫，以及全球利率攀升至近年高檔，壓縮房市買氣，進而拖累家電需求，即使中國解封後效益浮現，有助於內需歸隊，但總體需求仍難以回到過去兩年水準；綜上，新增產能眾多以及需求相對疲弱，預期 ABS 利差難以大幅提升。

SM 供應充裕，利差不易轉盈

2023 年中國規劃新增產能 270 萬噸，雖然增量較同期大幅縮減，但還是遠超過全球平均需求增幅，市場供應量大為增加，下游無法完全去化，造成近年 SM 產業開工率下滑，中國業者開工率介於 70-80% 區間；今年新增產能投放量難以讓市場消化，預期市場供應量充裕將迫使產業開工率延續低迷，SM 現貨利差不易脫離虧損窘境。

2023 年 EPS 下修 16.6%至 0.23 元

展望後市，中國解封後內需有望走出 2H22 谷底，但是全球景氣展望疲弱，預期需求回升幅度有限；供給端來看，ABS 與 SM 都有大量新增產能投入市場，產業面臨嚴峻競爭，將壓縮產業開工率，產品利潤尚未出現轉佳契機。考量 4Q22 獲利低於預期，研究部將 2023 年 EPS 下修 16.6%至 0.23 元。

富邦不同之處

富邦 2022 年 EPS 預估值略高於 Bloomberg consensus 預估 EPS 0.15 元。

評價與風險

國喬過去 PB 介於 0.5x~1.2x，考量 1H23 有望走出 2H22 谷底，因此評價調升至 0.5xBVPS，並改用 2023 年 BVPS 作為評價基礎，投資建議維持中立；評價主要風險為需求優於預期、新增產能遞延。



圖表 1: 季 EPS 回顧

單位: 新台幣百萬元

	4Q22	QoQ	YoY	富邦	差異	市場同業	差異
營業收入	3,941	-6.1%	-31.2%	4,961	-20.6%	4,650	-15.3%
銷貨毛利	73	-	-90.9%	227	-68.1%	134	-45.9%
營業利益	(407)	-	-	(140)	-	(246)	-
稅前淨利	(334)	-	-	(135)	-	(233)	-
稅後淨利	(287)	-	-	(145)	-	(255)	-
EPS (元)	(0.32)	-	-	(0.16)	-	(0.28)	-

重要比率

毛利率	1.8%			4.6%		2.9%	
營益率	-10.3%			-2.8%		-5.3%	
淨利率	-7.3%			-2.9%		-5.5%	

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 2: 獲利預估修正

單位: 新台幣百萬元

	FY22		FY23F			FY24F		
		原估	新估	差異		原估	新估	差異
營業收入	18,177	19,224	18,698	-2.7%	19,013	33,538	76.4%	
銷貨毛利	871	1,315	1,249	-5.0%	1,325	1,605	21.2%	
營業利益	(787)	(121)	(177)	-	(108)	(117)	-	
稅後淨利	(494)	253	211	-16.6%	290	143	-50.5%	
EPS (元)	(0.54)	0.28	0.23	-16.6%	0.32	0.16	-50.5%	

重要比率

毛利率	4.8%	6.8%	6.7%		7.0%	4.8%		
營益率	-4.3%	-0.6%	-0.9%		-0.6%	-0.4%		
淨利率	-2.7%	1.3%	1.1%		1.5%	0.4%		

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧



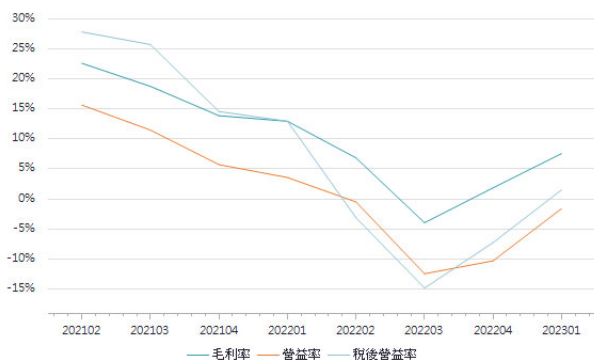
圖表 3: 單季預測

單位: 百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
損益模型											
營業收入	4,537	5,501	4,198	3,941	3,739	4,430	4,335	6,194	18,177	18,698	33,538
銷貨成本	3,949	5,123	4,364	3,868	3,456	4,090	4,043	5,860	17,305	17,449	31,932
銷貨毛利	588	377	-166	73	283	340	292	334	871	1,249	1,605
營業費用	425	404	358	479	343	357	345	382	1,658	1,426	1,723
營業利益	162	-27	-524	-407	-60	-17	-53	-48	-787	-177	-117
業外收支淨額	581	237	-110	72	162	170	197	97	1,009	626	482
稅前淨利	744	209	-634	-334	103	154	144	49	222	449	365
稅後淨利	588	-172	-624	-287	57	90	52	12	-494	211	143
EPS	0.65	-0.19	-0.69	-0.32	0.06	0.09	0.06	0.01	-0.54	0.23	0.16
獲利能力(%)											
毛利率	13.0%	6.9%	-4.0%	1.9%	7.6%	7.7%	6.7%	5.4%	4.8%	6.7%	4.8%
營益率	3.6%	-0.5%	-12.5%	-10.3%	-1.6%	-0.4%	-1.2%	-0.8%	-4.3%	-0.9%	-0.3%
淨利率	13.8%	-3.7%	-12.9%	-7.3%	1.5%	2.0%	1.2%	0.2%	-2.7%	1.1%	0.4%
年成長率(%)											
營業收入	-13.3%	-7.3%	-25.7%	-31.2%	-17.6%	-19.5%	3.3%	57.2%	-19.4%	2.9%	79.4%
銷貨毛利	-59.3%	-71.9%	-115.7%	-90.8%	-51.9%	-9.8%	--	357.5%	-81.2%	43.4%	28.5%
營業利益	-83.9%	-102.9%	-180.7%	-224.0%	-137.0%	--	--	--	-127.0%	--	--
稅後淨利	-69.6%	-110.4%	-142.9%	-134.3%	-90.3%	--	--	--	-108.4%	--	-32.2%
EPS	-69.5%	-110.4%	-143.1%	-134.7%	-90.3%	--	--	--	-108.4%	--	-31.9%
季成長率(%)											
營業收入	-20.8%	21.2%	-23.7%	-6.1%	-5.1%	18.5%	-2.1%	42.9%			
銷貨毛利	-26.2%	-35.8%	-144.1%	--	287.7%	20.1%	-14.1%	14.4%			
營業利益	-50.5%	-116.7%	--	--	--	--	--	--			
稅後淨利	-29.6%	-129.2%	--	--	--	57.9%	-42.2%	-76.9%			
EPS	-28.6%	-129.2%	--	--	--	36.0%	-33.0%	-77.6%			

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 4：毛利率、營益率、稅後營益率

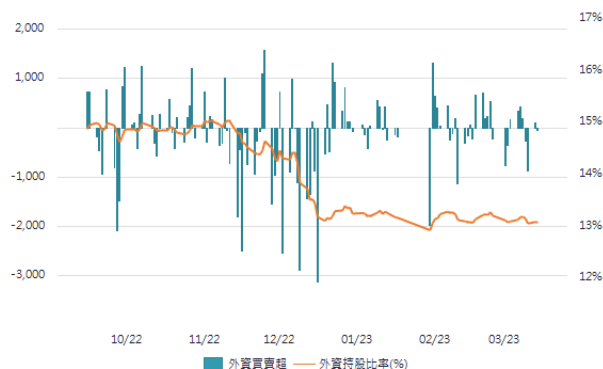
單位： %



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 7：外資買賣超張數及持股比率

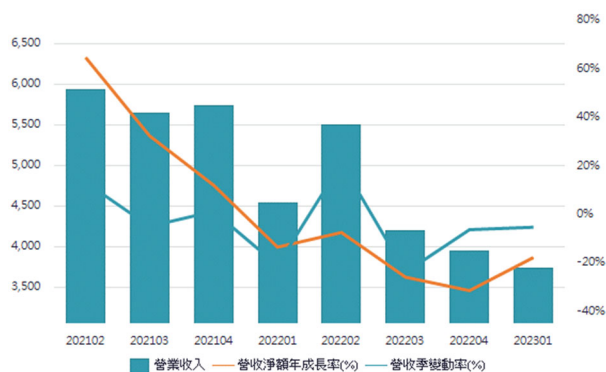
單位： 張/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 5：季營收變化

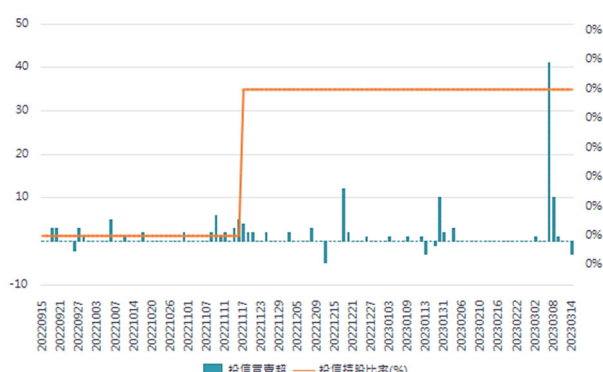
單位： 百萬元/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 8：投信買賣超張數及持股比率

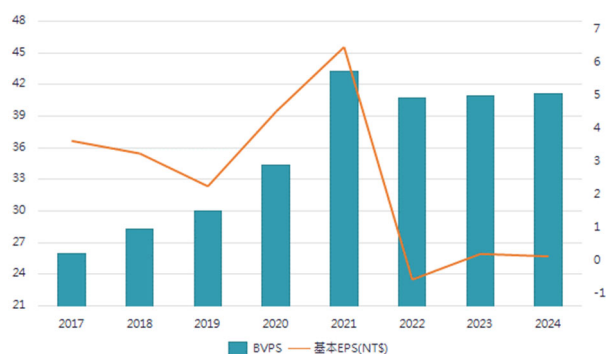
單位： 張/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 6：EPS 與 BVPS 趨勢

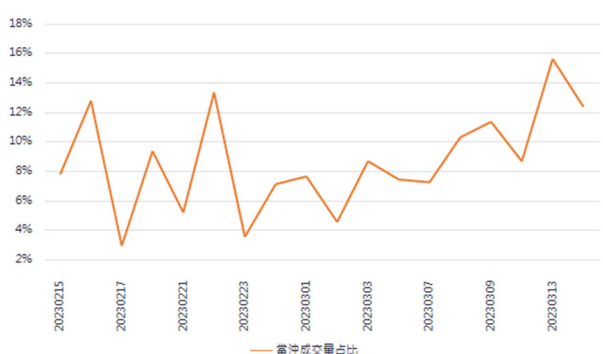
單位： 元



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 9：當沖成交量佔比

單位： %



資料來源：CMoney、富邦投顧

ESG永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating

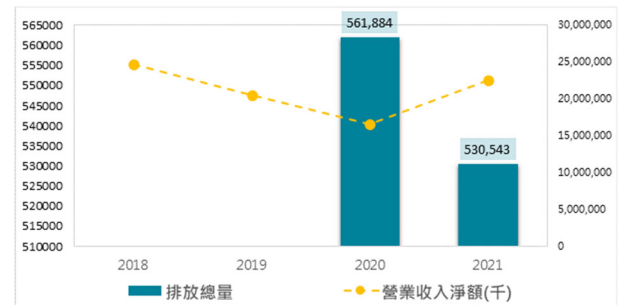
CMoney ESG Rating	E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)
7/10	7/10	6/10	6/10
交易所產業類別	產業排名	交易所公司治理評鑑	
塑膠工業	5/25	36%至 50%	



環境保護 Environment

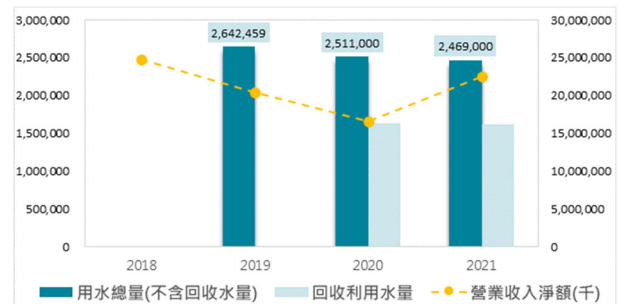
溫室氣體排放與營收

摘要	溫室氣體盤查數據		
年度	排放總量(公噸)	直接排放(公噸)	間接排放(公噸)
2021	530,543	526,900	3,643
2020	561,884	558,189	3,694
2019	未揭露	未揭露	未揭露
2018	未揭露	未揭露	未揭露



企業用水量與營收

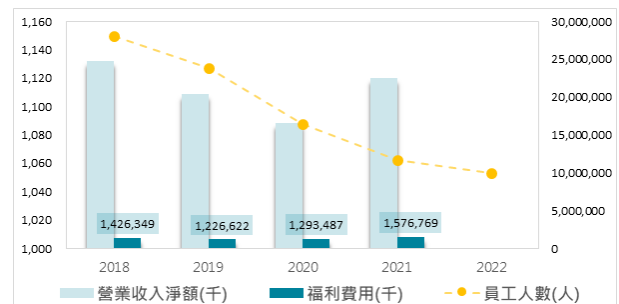
摘要	企業用水量盤查數據		
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	2,469,000	1,620,600	1,044,771
2020	2,511,000	1,633,375	1,142,098
2019	2,642,459	未揭露	1,025,931
2018	未揭露	未揭露	未揭露



社會責任 Social Responsibility

員工人數與福利費用

摘要	員工人數與福利費用統計		
年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用
2023	未揭露	未揭露	未揭露
2022	1,053	-9	未揭露
2021	1,062	-26	1,576,769
2020	1,088	-39	1,293,487
2019	1,127	-23	1,226,622



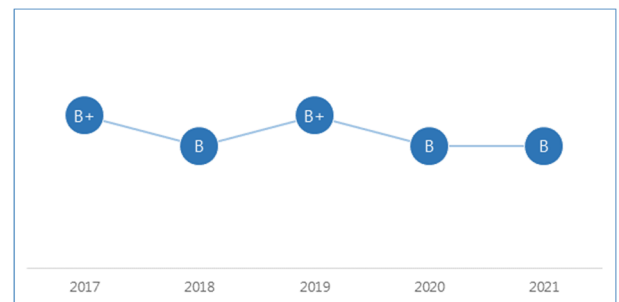
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			構面一	構面二	構面三	構面四
2021	36%至 50%	B	0.20	0.33	0.26	0.21
2020	36%至 50%	B	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	21%至 35%	B+	0.20	0.35	0.24	0.21
2018	36%至 50%	B	0.20	0.35	0.24	0.21

[註]等級轉換：前 5%：「A+」；6%至 20%：「A」；21%至 35%：「B+」；36%至 50%：「B」；51%至 65%：「C+」；66%至 80%：「C」；81%至 100%：「D」

資料來源：交易所、公司、CMoney、富邦投顧





損益表	百萬元幣				
	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
營收淨額	16,576	22,547	18,177	18,698	33,538
銷貨成本	13,469	17,905	17,305	17,449	31,932
銷貨毛利	3,107	4,643	871	1,249	1,605
營業費用	1,350	1,730	1,658	1,426	1,723
營業利益	1,757	2,913	(787)	(177)	(117)
EBITDA	6,377	8,732	1,399	1,552	1,468
利息淨收支	78	77	58	2	2
投資淨損益	(1)	0	599	476	332
匯兌淨損益	(32)	27	103	0	0
其他收支	3,308	4,340	250	148	148
業外收支淨額	3,352	4,444	1,009	626	482
稅前淨利	5,109	7,357	222	449	365
所得稅	789	1,281	439	78	61
少數股權	212	195	277	160	161
稅後淨利	4,109	5,881	(494)	211	143
基本 EPS(NT\$)	4.52	6.47	-0.54	0.23	0.16
完全稀釋 EPS(NT\$)	4.51	6.45	-0.54	0.23	0.16
股票股利(NT\$)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
現金股利(NT\$)	0.10	2.00	0.00	0.00	0.00
年成長率(%)					
營收淨額	(19.0)	36.0	(19.4)	2.9	79.4
銷貨毛利	17.7	49.4	(81.2)	43.4	28.5
營業利益	28.2	65.8	(127.0)	0	0
稅後淨利	98.5	43.1	(108.4)	0	(32.2)
基本 EPS	99.1	43.1	(108.4)	0	(31.9)
獲利能力(%)					
毛利率	18.7	20.6	4.8	6.7	4.8
營益率	10.6	12.9	(4.3)	(0.9)	(0.3)
稅後淨利率	26.1	27.0	(2.7)	1.1	0.4
EBITDA 率	38.5	38.7	7.7	8.3	4.4

財務比率	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
流動比率(%)	448	343	261	253	241
速動比率(%)	404	284	212	214	187
淨負債股權比率(%)	(14)	(9)	2	2	4
稅後淨利率(%)	26.1	27.0	(2.7)	1.1	0.4
資產周轉率(x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.7
財務槓桿(x)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
已動用資本/淨值(x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
總資產報酬率(%)	11.3	12.0	(1.1)	0.5	0.3
淨值報酬率(%)	15.6	18.5	(1.2)	1.0	0.8
資本報酬率(%)	17.1	19.9	0.4	1.1	0.9

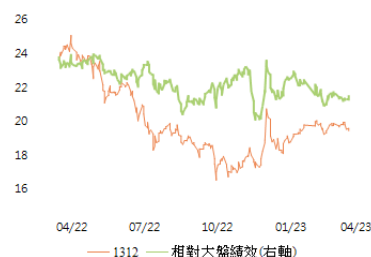
財務比率	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
股息保障倍數(x)	207.2	13.2	(0.7)	0	0
所得稅保障倍數(x)	3.2	1.1	(2.9)	11.7	4.7
資本支出保障倍數(x)	7.1	0.4	(0.6)	0.9	0
應收帳款週轉率(x)	6.4	9.2	7.6	8.9	12.5
存貨周轉率(x)	11.2	7.8	7.5	9.7	11.5
應付帳款週轉率(x)	11.1	10.5	10.2	11.8	15.4
應付帳款週轉天數	57	40	48	41	29
存貨週轉天數	33	47	49	37	32
應付帳款週轉天數	33	35	36	31	24
現金循環週期(天)	56	52	61	48	37

資產負債表	百萬元幣				
	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
現金及約當現金	5,236	7,038	2,933	2,844	2,131
應收款項	2,570	2,452	2,395	2,111	2,680
存貨	1,203	2,301	2,313	1,792	2,769
其他流動資產	4,030	4,756	4,757	4,757	4,757
流動資產	13,039	16,549	12,398	11,504	12,337
長期投資	13,386	16,754	17,331	18,088	18,846
固定資產	6,381	8,670	9,858	9,996	9,133
其他長期資產	3,516	6,937	6,937	6,937	6,938
總資產	36,322	48,910	46,524	46,525	47,254
短期借款	441	1,126	1,126	1,126	1,126
商業本票	0	0	0	0	0
應付款項	1,214	1,710	1,691	1,481	2,067
其他流動負債	1,254	1,996	1,935	1,936	1,935
流動負債	2,910	4,831	4,752	4,543	5,128
長期借款	400	2,530	2,530	2,530	2,530
其他長期負債	6	6	2,318	2,318	2,318
總負債	5,202	9,679	9,600	9,391	9,976
普通股股本	9,266	9,266	9,066	9,066	9,066
公積	183	186	186	186	186
保留盈餘	18,798	26,283	23,976	24,187	24,330
其他	2,873	3,495	3,695	3,695	3,696
股東權益	31,120	39,231	36,923	37,134	37,278
負債加股東權益	36,322	48,910	46,524	46,525	47,254

現金流量表	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
稅後淨利	4,109	5,881	(494)	211	143
折舊與攤提	1,260	1,349	1,235	1,105	1,105
投資收入	1	0	(599)	(476)	(332)
營運資金增減	(31)	(485)	27	595	(960)
其他	(2,503)	(2,279)	539	476	331
來自營運之現金流量	2,835	4,466	708	1,911	287
資本支出	(348)	(3,082)	(2,000)	(1,000)	0
長投增減	2,300	3,367	(1,000)	(1,000)	(1,000)
其他	(3,981)	(8,542)	0	0	0
來自投資之現金流量	(1,681)	(5,174)	(3,000)	(2,000)	(1,000)
自由現金流量	1,153	(708)	(2,292)	(89)	(713)
借款增(減)	400	2,541	0	0	0
現金股利支出	(12)	(105)	(1,813)	0	0
發行公司債	0	0	0	0	0
償還公司債	0	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0	0
其他	315	162	0	0	0
來自融資之現金流量	703	2,599	(1,813)	0	0
匯率調整	(24)	(88)	0	0	0
本期產生之現金流量	1,832	1,803	(4,105)	(89)	(713)

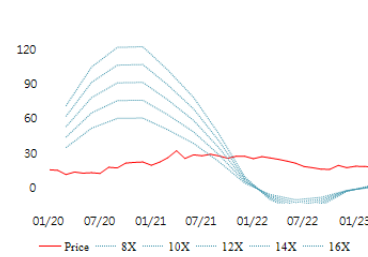
比率分析	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
本益比(x)	4.3	3.0	(35.9)	84.1	123.5
本營比(x)	1.1	0.8	1.0	0.9	0.5
本淨比(x)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
P/CFPS(x)	6.4	4.1	25.0	9.3	61.8
PE/growth(x)	0.0	0.1	0.3	0	(3.9)
P/FCFPS(x)	7.3	13.1	(13.7)	19.5	61.8
EV/EBITDA(x)	0	1.7	13.5	12.2	13.4
現金股利殖利率(%)	0.5	10.2	0.0	0.0	0.0

股價及相對大盤績效圖



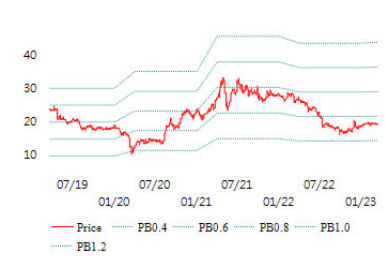
資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本益比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本淨比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標、財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過15%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負15%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差