

## 亞聚 (1308 TT) APC

EVA 盤跌，利差萎縮，市場競爭加劇，2023 年及 2024 年獲利下修

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$25.0

收盤價 (2024/02/01)：NT\$22.5  
隱含漲幅：11.1%

## 營收組成 (3Q23)

EVA 75%、LDPE 25%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	25.0	26.5
2023年營收 (NT\$/十億)	6.7	6.7
2023年EPS	0.6	0.6

## 交易資料表

市值	NT\$13,330百萬元
外資持股比率	6.7%
董監持股比率	38.8%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$23.80
負債比	10.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	9,815	6,717	6,737	7,054
營業利益	2,947	997	811	897
稅後純益	1,447	362	447	643
EPS (元)	2.44	0.61	0.75	1.08
EPS YoY (%)	-53.3	-75.0	23.6	44.0
本益比 (倍)	9.2	36.9	29.8	20.7
股價淨值比 (倍)	0.9	1.0	0.9	0.9
ROE (%)	9.8	2.6	3.2	4.4
現金殖利率 (%)	5.4%	1.3%	1.7%	2.4%
現金股利 (元)	1.20	0.30	0.38	0.54

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantia.com

洪晨翎

CherylHung@yuantia.com

## 元大觀點

◆ 中國太陽能安裝需求強勁，惟中國 EVA 產能擴增，產出增加，拖累 EVA 報價盤跌走弱，展望保守。

◆ 預估 4Q23 毛利率驟降，2023/2024 年稅後 EPS 各下修 3.3%及 23.2%分別至 0.61/0.75 元，獲利不如預期。

◆ 考量 EVA 市場競爭加劇，削弱利差表現，目標價調降至 25 元，係基於 1.05 倍本淨比、2024 年底淨值。

## EVA 產量增加抵銷太陽能安裝需求成長，EVA 報價盤跌走弱

3Q23 中國太陽能安裝需求轉強，多晶硅及 EVA 價格同步反彈，多晶硅價格一路大漲 36.65%至 10 月上旬 77.05 元人民幣/公斤。不過 EVA 價格僅反彈 13.5%至 8 月上旬 1.6 萬人民幣/噸後，便一路盤跌 30%至 2023 年底 1.12 萬人民幣，走勢疲弱，乃中國 EVA 產能開工率提高，產量增加拖累所致。多晶硅也於 10 月中旬反轉下跌至 2023 年底 57.5 美元，需求減緩。中國太陽能安裝需求維持強勁，但中國 EVA 產能擴增，超過需求增長，拖累 EVA 價格盤跌走弱，後續展望保守。

## EVA 利差萎縮，2023 年及 2024 年獲利下修

EVA 利差由 980 美元萎縮至 550 美元，預估亞聚 4Q23 營業利益下修 2.1%至 1.88 億元，季減 11.5%，年減 75.0%，稅後 EPS 下修 11.1%至 0.16 元，季減 42.9%，年減 68.9%，獲利低迷。2023 年稅後 EPS 下修 3.3%至 0.61 元。展望 1Q24 農曆年假干擾且市場需求平淡，1Q24 營收下修 2.9%至 15.89 億元，季減 5.2%，年增 1.3%，稅後 EPS 下修 18.8%至 0.13 元，季減 20.6%。預估 2024 年營收下修 3.0%至 67.37 億元，年增 0.3%，營業利益下修 9.5%至 8.11 億元，年減 18.7%，稅後 EPS 下修 23.2%至 0.75 元，年增 23.6%，年底淨值 23.8 元。

## 市場競爭加劇，削弱 EVA 利差表現，看法維持保守

考量：1) EVA 報價下跌，利差萎縮，亞聚 4Q23 及 2023 年獲利各下修 11.1%及 3.3%；2) 預期 2024 年 EVA 市場競爭加劇，削弱 EVA 利差表現，而轉投資古雷石化虧損收斂速度減緩，由虧損 2.7 億元下修至虧損 3.69 億元，造成亞聚 2024 年獲利預估持續下修 23.2%，表現疲軟，投資建議為持有-超越同業，目標價由 26.5 元調降至 25 元(1.05 PBR X 2024 年底淨值 23.8 元)。

## 4Q23 及 2023 年稅後 EPS 各下修 11.1%和 3.3%至 0.16 元及 0.61 元

亞聚 2023 年 12 月營收回升至 6.27 億元，月增 22.9%，終止連 3 個月滑落，不過持續年減 24.3%，亞聚 12 月大幅月增，乃係 EVA 價格盤跌下挫，吸引下游客戶積極回補庫存，提振亞聚出貨量大增。累積 4Q23 營收 16.77 億元(原估 16.62 億元)，季減 7.4%，年減 33.0%，優於預期 0.9%。而 EVA 跌幅超過乙烯，EVA 平均利差由 3Q23 之 980 美元收斂至 4Q23 之 550 美元，預估毛利率下修 0.3ppt 至 14.3% (原估 14.6%)，營業利益下修 2.1%至 1.88 億元(原估 1.92 億元)，季減 11.5%，年減 75.0%，預估業外轉投資古雷石化虧損僅收斂至 0.88 億元(原估 0.7 億元)，稅後 EPS 下修 11.1%至 0.16 元(原估 0.18 元)，季減 42.9%，年減 68.9%，獲利表現低迷。2023 年營收 67.17 億元(原估 67.02 億元)，年減 31.6%，優於預期 0.2%，預估毛利率下修 0.1ppt 至 18.1% (原估 18.2%)，營業利益下修 0.4%至 9.97 億元(原估 10.01 億元)，年減 66.2%，業外轉投資古雷石化虧損收斂至 7.35 億元(原估 7.2 億元)，稅後 EPS 下修 3.3%至 0.61 元(原估 0.63 元)，年減 75.0%，年底淨值 23.35 元(原估 23.37 元)。

圖 1：2023 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,504	1,812	1,677	-7.4%	-33.0%	1,662	1,651	0.9%	1.6%
營業毛利	819	268	239	-10.9%	-70.8%	243	242	-1.6%	-1.4%
營業利益	751	212	188	-11.5%	-75.0%	192	191	-2.1%	-1.6%
稅前利益	379	198	117	-40.9%	-69.1%	132	152	-11.4%	-23.0%
稅後淨利	302	165	94	-42.9%	-68.9%	106	131	-11.1%	-28.2%
調整後 EPS (元)	0.51	0.28	0.16	-42.9%	-68.9%	0.18	0.22	-11.1%	-28.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	32.7%	14.8%	14.3%	-0.5	-18.4	14.6%	14.7%	-0.3	-0.4
營業利益率	30.0%	11.7%	11.2%	-0.5	-18.8	11.6%	11.6%	-0.4	-0.4
稅後純益率	12.1%	9.1%	5.6%	-3.5	-6.5	6.4%	7.9%	-0.7	-2.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 預估 1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 18.8%和 23.2%至 0.13 元及 0.75 元

展望 1Q24，適逢農曆年假，工作天數較少，且市場需求平淡，EVA 價格弱勢，出貨疲軟，預估 1Q24 營收降至 15.89 億元(原估 16.37 億元)，季減 5.2%，年增 1.3%，下修幅度約 2.9%，毛利率下修 1.0ppt 至 14.3% (原估 15.3%)，營業利益下修 11.2%至 1.74 億元(原估 1.96 億元)，季減 7.4%，年減 31.3%，業外轉投資古雷石化虧損 1 億元(原估 0.94 億元)，稅後 EPS 下修 18.8%至 0.13 元(原估 0.16 元)，季減 20.6%，但優於 1Q23 之-0.04 元。展望 2024 年，EVA 新增產能趨緩，太陽能安裝的成長趨勢持續，提振 EVA 需求，而古雷石化營運漸入佳境，有利亞聚營收及獲利重啟成長，惟市場競爭加劇，拖累 EVA 利差表現，獲利不如原先預估樂觀，預估 2024 年營收下修 3.0%至 67.37 億元(原估 69.42 億元)，年增 0.3%，毛利率滑落 2.9ppt 至 15.2% (原估 16.1%)，營業利益下修 9.5%至 8.11 億元(原估 8.96 億元)，年減 18.7%，業外轉投資古雷石化虧損收斂至 3.69 億元(原估 2.7 億元)，稅後 EPS 下修 23.2%至 0.75 元(原估 0.98 元)，年增 23.6%，年底淨值提升至 23.8 元(原估 24.04 元)。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,569	1,677	1,589	-5.2%	1.3%	1,637	1,617	-2.9%	-1.7%
營業毛利	313	239	226	-5.4%	-27.8%	250	251	-9.6%	-9.9%
營業利益	253	188	174	-7.4%	-31.3%	196	194	-11.2%	-10.3%
稅前利益	(33)	117	93	-20.5%	-	119	136	-21.8%	-31.6%
稅後淨利	(25)	94	75	-20.6%	-	95	108	-18.8%	-30.6%
調整後 EPS (元)	(0.04)	0.16	0.13	-20.6%	-	0.16	0.19	-18.8%	-30.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	19.9%	14.3%	14.3%	-0.1	-5.7	15.3%	15.5%	-1.0	-1.3
營業利益率	16.1%	11.2%	11.0%	-0.2	-5.1	12.0%	12.0%	-1.0	-1.0
稅後純益率	-1.6%	5.6%	4.7%	-0.9	6.3	5.8%	6.7%	-1.1	-2.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

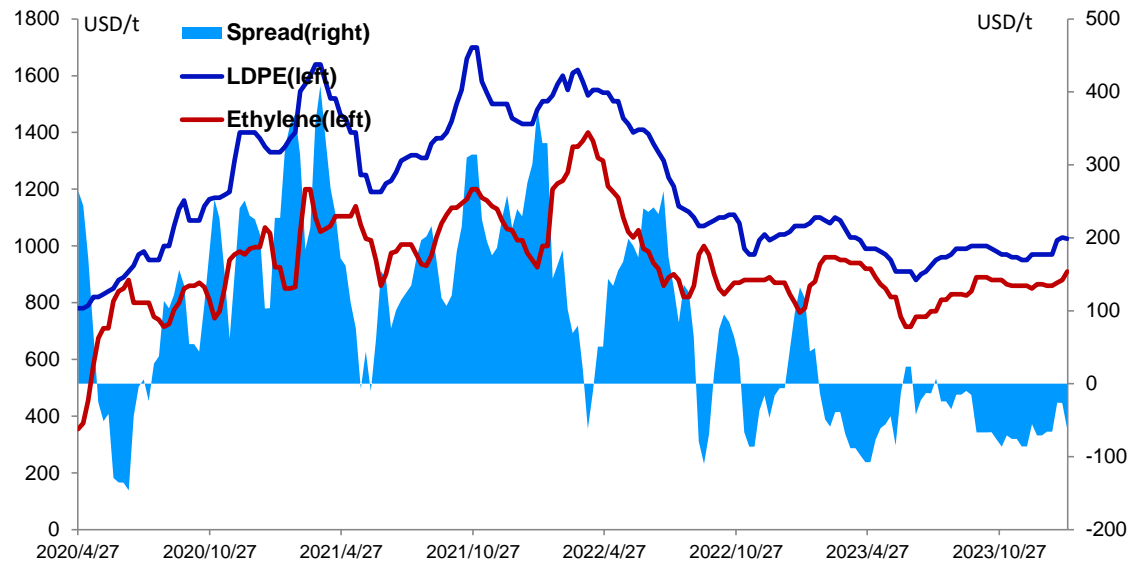
亞聚產品包括 LDPE 及 EVA，營收分佔 25%及 75%

亞聚成立於 1977 年，為小而美的專業低密度聚乙烯樹脂(LDPE)及乙烯醋酸乙烯酯共聚和樹脂 (EVA)的生產商，目前共有 4 條產線，年產能約 15 萬噸，EVA 及 LDPE 產線可以互換，不過長時間生產之下，多以固定產線，一條為太陽能級專線，一條為塗覆級，一條生產發泡級，一條生產 LDPE，其中 EVA 產能約 11 萬噸，LDPE 產能約 4 萬噸，營收分佈 EVA 佔比約 75%，LDPE 佔比約 25%。亞聚一條產線的生產規模約 3-5 噸，與市場上新產能設計，一條產線年產能 10-30 萬噸相比，亞聚的產線規模較小，生產成本較高，若生產通用級規格的產品，進行價格競爭，較無利基，因此亞聚改採生產客製化、差異化及高品質的產品發展，發揮小而美的特點。LDPE 的原料為乙烯，至於 EVA 原料為乙烯及醋酸乙烯(VAM)，LDPE 及 EVA 價格與原料乙烯價格高度連動，乙烯成本漲跌，對於 LDPE 及 EVA 利差高低及獲利貢獻度影響大。

亞聚 LDPE 在台灣市佔率約 14%，LDPE 銷售量連 2 年衰退

LDPE 的下游應用，可分為高端、中端及低端等領域，高端應用範圍包括半導體包裝、low gel 保護膜，及醫療器材，中端應用則有食品包裝，電子包裝，衛材用品及化妝品包裝。至於低端應用主要是一般市場塑膠袋、垃圾袋、五金袋及射出家飾品為主。由於中國同業新裝置的 LDPE 產能規模較大，亞聚 LDPE 產能規模較小，亞聚經營策略專注發展差異化，客製化產品為主，朝向半導體包裝、low gel 保護膜及醫療器材等高端應用為目標，而亞聚也長期耕耘內銷客戶，往來時間 3 年以上的客戶佔比達 90%，5 年以上的客戶佔比 70%，往來超過 10 年以上的客戶佔比 60%，客戶黏著度高。亞聚在台灣 LDPE 市場的市佔率約 14%。

圖 3：LDPE 及乙烯價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧

### 亞聚在 EVA 產品線採取差異化策略，往太陽能封裝膜等高端產品線發展

亞聚跨入 EVA 產品初期乃生產一般發泡級 EVA，用於鞋底鞋材使用。近幾年亞聚在 EVA 產品線採取差異化的產品開發策略，往高端應用發展，提高產品附加價值，包括 EVA 太陽能封裝膜、EVA 塗覆級薄膜，以及 EVA 發泡級等，各類 EVA 產品出貨分布，太陽能封裝膜佔比約 28%，塗覆級薄膜佔比約 22%，普通發泡級佔比 36%，特殊發泡級佔比 14%。特殊發泡級的 VAM 含量較高，彈性較佳，價格也高於普通發泡級。塗覆級 EVA 應用於護卡膜及預塗膜，目前塗覆級 EVA 供應商僅 4 家，包括韓國 2 家，中國 1 家，以及亞聚，亞聚是中國第二大塗覆級 EVA 供應商。太陽能級 EVA 主要用於太陽能電池薄膜。亞聚維持全產全銷政策，看好全球及中國太陽能電廠安裝趨勢，預計亞聚的太陽能級 EVA 出貨量穩定成長。

### 中國及美國乙烯新增產能持續開出，乙烯價格受壓抑

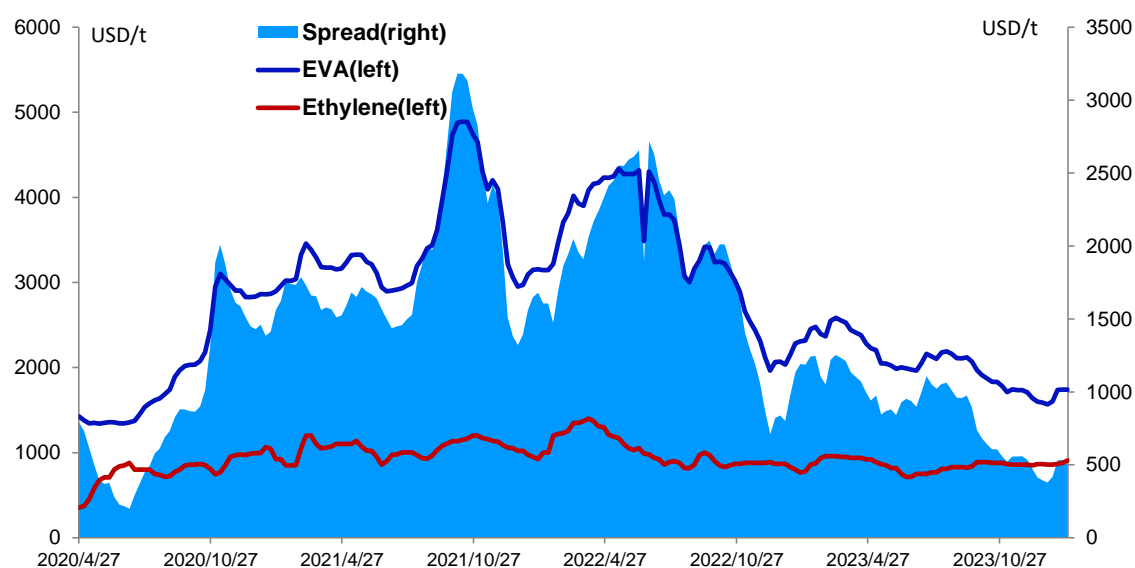
乙烯價格趨勢，裂解廠於 1Q23 密集歲修，產量減少，激勵乙烯價格於 2023 年初上漲至 2 月下旬 960 美元波段高點，上漲 10.3%YTD，不過中國解封後的需求復甦不如預期，經濟疲軟，外銷出口也不振，下游買氣低迷，乙烯價格盤跌至 2023 年 6 月 715 美元前波低點，波段跌幅 25.5%。3Q23 油價反彈，乙烯價格也隨之上漲至 9 月底 890 美元，波段漲幅 24.5%。4Q24 以來，中國經濟不振，需求低迷，乙烯價格回軟至年底 865 美元，4Q24 整季度小跌 2.8%。2024 年以來，中國需求未見起色，不過由於紅海危機造成船運行期大亂，遠洋乙烯貨源減少，亦有揚子巴斯夫裂解裝置與浙江興興 MTO 裝置相繼停超檢修，供給下滑，激勵乙烯價格回彈至 1 月底 910 美元。展望中長期，中國及全球乙烯產能持續投產，預期乙烯價格反彈空間受限，仍將延續弱勢格局，有助於 EVA 利差維持穩定。

### 太陽能安裝成長維繫 EVA 需求，惟 EVA 產量增加，拖累 EVA 報價走弱

多晶矽新產能開出，多晶矽價格於 4Q22 反轉走跌至 2023 年初 130 元人民幣/公斤，多晶矽下挫再次刺激太陽能安裝需求出籠，提振 EVA 價格於 1Q23 反彈回 1.78 萬人民幣/噸，換算約 2,580 美元/噸，上漲 23.6%YTD，多晶矽價格也隨之反彈回 3 月初 200 元人民幣/公斤，波段漲幅 53.8%。由於 2023 年中國多晶矽新產能也是持續開出，多晶矽價格再次回落到 6 月底點 56.8 元人民幣/公斤，創近 2 年半低價，EVA 價格也回落至 1.41 萬人民幣/噸，約 2,000 美元/噸的低點，波段下挫

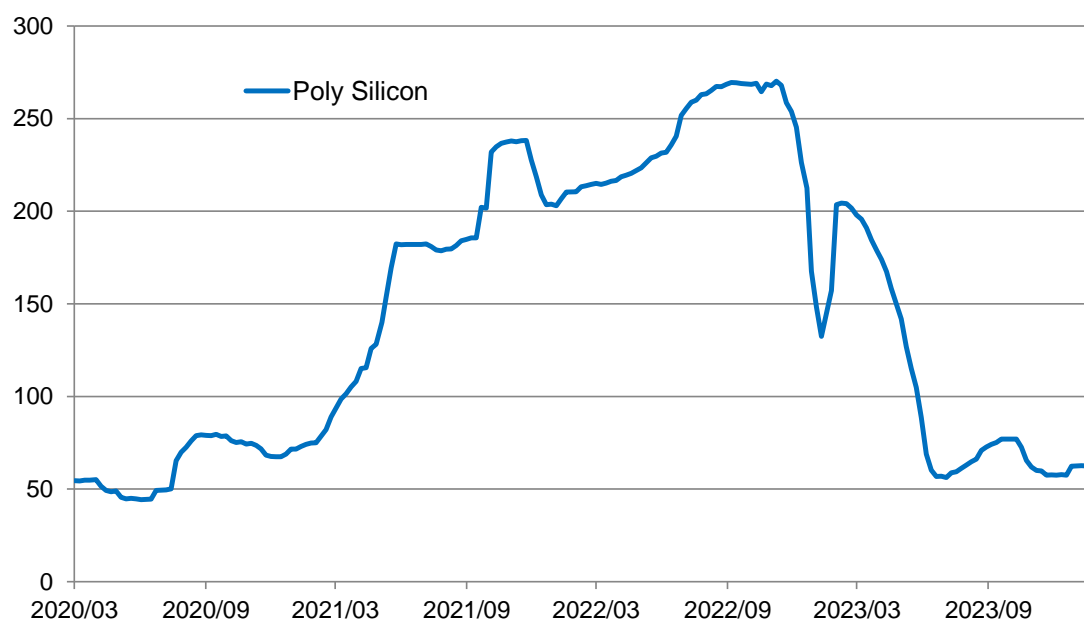
20.8%，逼近 4Q22 低點，跌至刺激需求的甜蜜區，在成本大幅降低誘因下，3Q23 太陽能安裝需求轉強，推動多晶矽價格反彈回 10 月上旬 77.05 元人民幣/公斤，波段漲幅 35.65%，而 EVA 價格於 8 月上旬一度回升至 1.6 萬人民幣/噸，波段漲幅 13.5%。不過看好太陽能裝機需求增加之際，中國 EVA 產能開工率也持續提高，產量增加，拖累 EVA 報價漲勢乏力，一路盤跌至 12 月底 1.12 萬人民幣，波段跌幅 30%，走勢疲軟，而多晶矽於 10 月中旬再次反轉下跌，回落至 12 月底的 57.5 美元，波段跌幅 25.4%，需求減緩。由於 EVA 跌幅超過原料乙烯跌幅，EVA 平均利差由 3Q23 之 980 美元收斂至 4Q23 之 550 美元，獲利表現疲軟。2024 年以來，多晶矽價格反彈至 1 月底 63.27 美元，波段漲幅 10%，EVA 價格也反彈回 1.25 萬人民幣，波段漲幅 11.6%，同步止跌回穩。展望後市，中國太陽能裝機量需求維持強勁，但中國 EVA 產能擴增，開工率提高，產量大增，超過需求增長，進而抑制 EVA 價格疲軟，展望偏向保守。

圖 4：EVA 及乙烯價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧

圖 5：中國多晶矽價格趨勢圖 (人民幣/公斤)



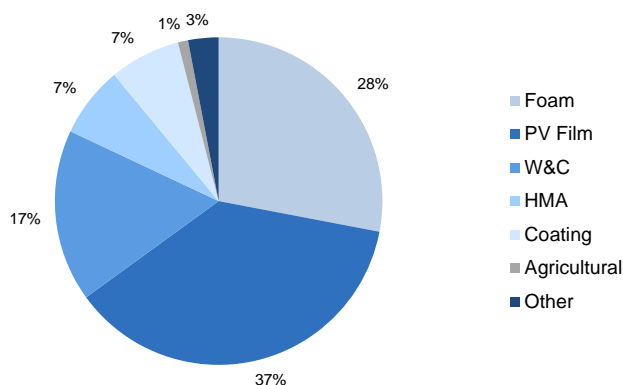
資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 太陽能級 EVA 需求強，去化中國 EVA 新增產能，供需同步增長

中國 EVA 產能統計，2020 年底產能為 97.2 萬噸，2021 年產能擴增 80 萬噸至 177.2 萬噸，2022 年續增 37.8 萬噸至 215 萬噸。2023 年新增產能包括古雷石化 30 萬噸及寧夏寶豐能源 25 萬噸，合計 55 萬噸新增產能將開出，屆時 2023 年底總產能將提升至 270 萬噸。而寧夏寶豐能源的 25 萬噸預計於 2023 年底才會投產，因此 2H23 新產能投產的衝擊輕微，有利 EVA 供需趨於平衡。至於 2024 年預計僅有 44 萬噸 EVA 新產能投產計畫，包括浙江石化二期 40 萬噸，及中化泉州去瓶頸的 4 萬噸新產能，2023 年至 2024 年新增產能速度趨緩，2025 年才有另一波產能擴張的投產計畫。

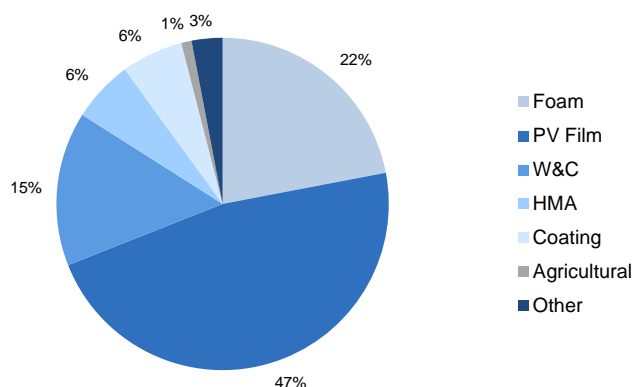
至於消費端，中國 EVA 表觀需求量也同樣呈現逐年走高格局，2021 年為 205.3 萬噸，2022 年提升至 276.0 萬噸，成長 34.44% YoY，其中發泡應用佔比由 28% 降至 22%，光伏膜(太陽能級薄膜)佔比由 37% 增至 47%，熱熔膠佔比由 7% 略降至 6%，電纜料佔比由 17% 降至 15%，塗覆膜佔比由 7% 降至 6%，農膜佔比維持 1%，其他佔比維持 3%。2022 年 EVA 需求成長來源主要係光伏膜動能最強所帶動。中國 1H23 在 EVA 表觀消費量提升至 155.1 萬噸，較 1H22 的 128.6 萬噸，成長 20.6% YOY，亦係光伏級的 EVA 需求成長動能強勁所貢獻。由於全球太陽能安裝量近幾年持續成長，2021 年增至 170GW，2022 年提升至 230GW，成長 35.29% YoY，安裝需求強勁，推估 2023 年安裝量提升至 305-350GW，刺激 EVA 需求持續成長，推估 2023 年中國 EVA 表觀消費量年增超過 30%。展望未來，在 ESG 環保趨勢帶動，太陽能安裝長期成長格局可期，亦可提振中國 EVA 表觀消費量同步擴張。

圖 6：中國 EVA 下游應用佔比(2021 年)



資料來源：台聚、元大投顧

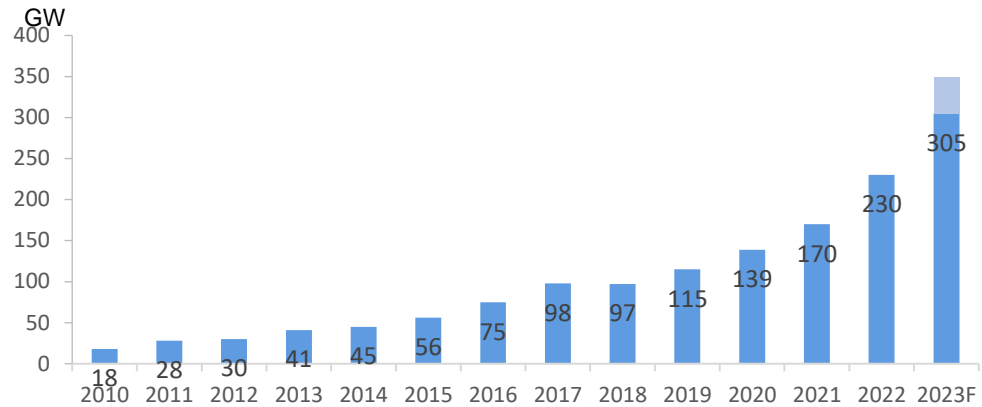
圖 7：中國 EVA 下游應用佔比(2022 年)



資料來源：台聚、元大投顧



圖 8：全球太陽能需求量



資料來源：台聚、元大投顧

### EVA 市況競爭加劇，古雷石化虧損收斂速度減緩，下修獲利表現

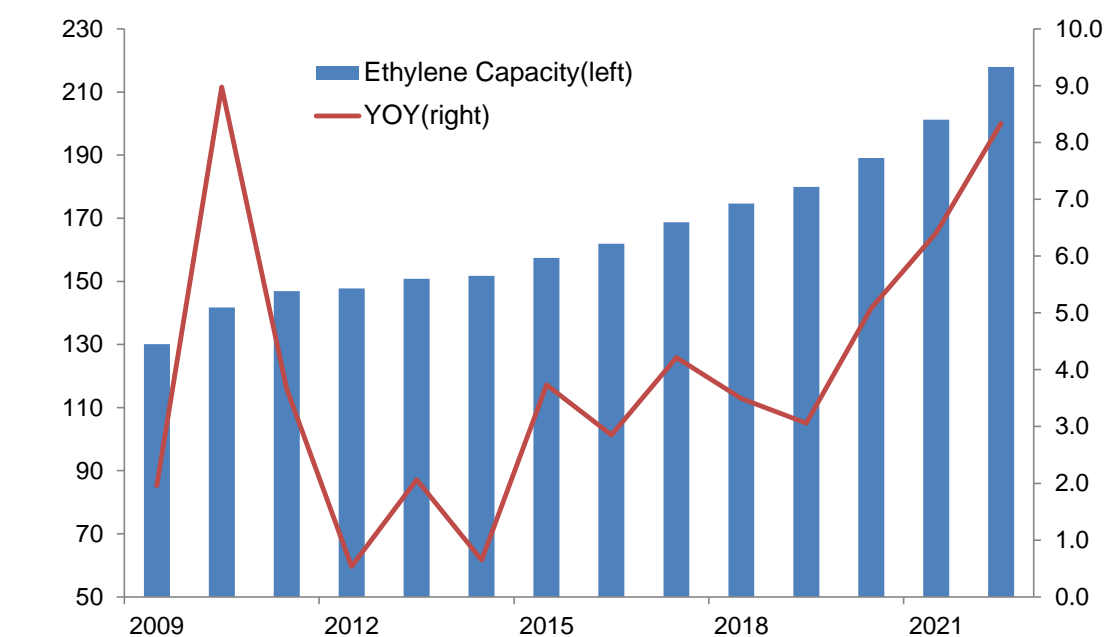
古雷石化有限公司位於中國福建東南沿海的古雷半島，成立於 2016/11/3，由福建煉油化工有限公司(陸方)和旭騰投資有限公司(台方)按 50%：50%股權比例合資設立，負責古雷煉化一體化項目的建設和營運業務。台聚集團則藉由轉投資旭騰公司參與投資古雷石化，其中台聚(1304)持有古雷石化約 16.94%股權，亞聚(1308)持有古雷石化 11.71%股權。古雷石化園區總投資額達 303.9 億人民幣，營運進度方面，年產能 35 萬噸的 PP 產線於 2021 年 3 月試產，年產能 60 萬噸 SM 產線於 2021 年 6 月試產，年產能 100 萬噸乙烯產能於 2021 年 8 月投產，台聚集團也向古雷採購乙烯以滿足原料需求。乙烯產能投產後，年產能 70 萬噸 EG 產線跟進投產，2021 年 10 月有 10 萬噸 SBS 產線順利投料試車，古雷石化於 2021 年 12 月正式商轉。至於 EVA 新產線部分，由於設備交期延遲，產能規劃 30 萬噸的 EVA 產能遞延至 2023 年 5 月正式投產。古雷 EVA 產線完工後，將會把台灣的太陽能級 EVA 訂單挪移至古雷生產，台灣廠則可生產差異化的 EVA 產品。

古雷石化 2022 年營運面臨油價大漲，墊高輕油成本，而下游需求不佳，導致產品利差大幅壓縮，陷入虧損，古雷石化 2021 年虧損 14.56 億元，2022 年虧損擴大至 122.96 億元，1Q23 市況延續低迷，虧損 26.25 億元，而 EVA 產線投產後，2Q23 虧損收斂至 21.0 億元(原估 20 億元)，3Q23 虧損再收斂至 7.86 億。亞聚 2021 年認列古雷石化虧損 1.7 億元，2022 年認列虧損擴大至 14.4 億元，1Q23 認列虧損 3.07 億元，2Q23 認列虧損 2.46 億元，3Q23 認列虧損約 9,200 萬元。古雷生產的太陽能級 EVA 產品，已於 6 月送樣給客戶認證，訂單量於 7 月 8 月各擴大至 6 千噸及 1 萬噸，表現穩健。古雷石化目前投產的幾項產品線，包括乙烯、SM、PP 及 EG 等，持續受到同業新產能投放的競爭衝擊，利差不振，造成古雷石化虧損，而利差較佳的 EVA 產線於 2Q23 投產，預期古雷石化虧損可望收斂，不過由於 4Q23 市況低迷，EVA 利差萎縮，預估古雷 4Q23 虧損恐僅收斂至 7.5 億元(原估 6 億元)，預估 2023 年虧損收斂至 62.6 億元(原估 61.3 億元)。中國新產能陸續去化，需求成長，不過市場競爭激烈，預期古雷虧損收斂速度恐減緩，下修古雷獲利表現，預估 2024 年虧損收斂至 31.5 億元(原估 23 億元)，2025 年虧損收斂至 20.5 億元(原估 12 億元)，亞聚轉投資虧損收斂速度也將放緩。

### 中東、中國及美國新產能投放，全球乙烯產能逐年擴張

過去 10 年全球乙烯產能逐年提升，新增產能集中在中東、中國及美國，而西歐、日本及南韓的產能擴張處於停滯狀態，僅部分韓國及泰國廠商進行去瓶頸的產能小幅提升。中東地區具備豐富乙烷天然資源，以乙烷入料的乙烯裂解新增產能為主，沙烏地阿拉伯及伊朗擴張較積極。中國的乙烯產能擴張包括煤製烯烴產能、三桶油(中石化、中石油及中海油)以石油腦入料的乙烯產能相繼投放，美國則以頁岩氣入料的乙烯產能於 2017 年大量投放，帶動全球平均每一年新增超過 500 萬噸乙烯產能。

圖 9：全球乙烯產能擴張趨勢圖 (百萬噸)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

### 中國煉化一體產能於 2020 年至 2022 年為投放高峰

2020 年至 2022 年，中國煉化一體的民營石化企業的石油腦入料乙烯產能進入投產高峰，包括恆力石化、浙江石化、盛虹連雲港、古雷石化、鎮海煉化，以及中石油揭陽廣東石化等企業，搭配北美的乙烷裂解的產能陸續開出，每一年新增產能達 1,000 萬噸以上，2022 年底全球乙烯產能提升至 2.18 億噸，成長 8.33% YoY，其中中國乙烯產能提升至 4,675 萬噸，超過美國的 4,330 萬噸，躍居全球最大乙烯生產國。2022 年底全球乙烯產能分布，亞洲佔比提升至 42% (其中中國佔比約 21.4%)，北美佔比 23% (其中美國佔比約 19.9%)，中東 16%，歐洲佔比降至 12%，拉美 3%，俄羅斯 3%，非洲 1%。

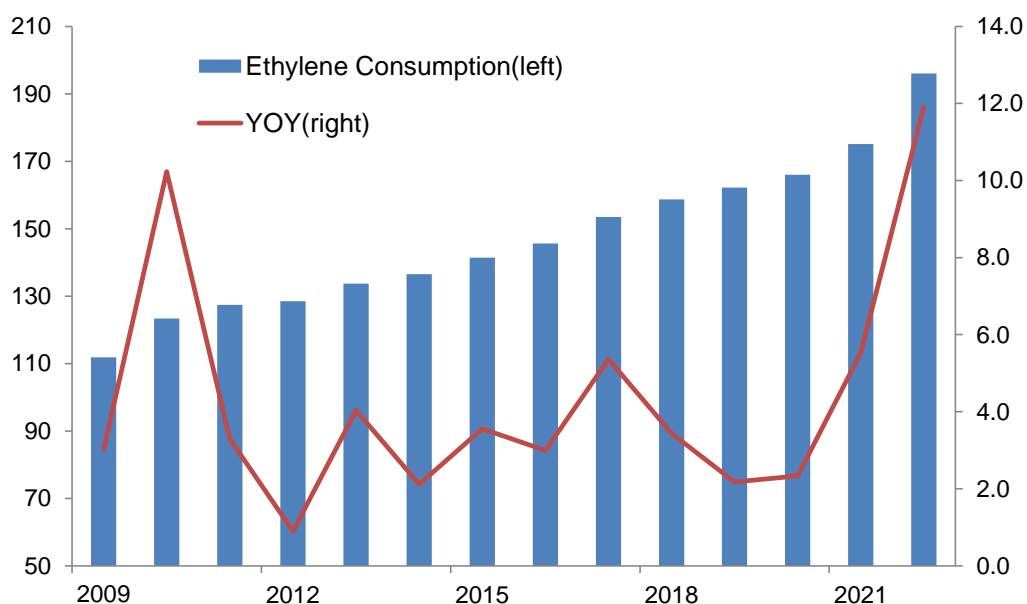
### 中國、中東及俄羅斯仍有乙烯產能投資計畫，乙烯供需寬鬆

展望未來，中國乙烯產能因煉化一體化、煤制烯烴、乙烷裂解等裝置的投資計畫持續推進，2026 年前規劃投產的乙烯產能超過 2,000 萬噸，預計 2026 年中國乙烯產能將提升至 7,000 萬噸。北美地區在 2026 年前較沒有乙烯產能擴張計畫，產能增速較緩，只剩下中東地區及俄羅斯仍有建設大型乙烯裂解裝置的計畫，預估 2026 年全球乙烯產能將提升至 2.5 億噸。另一方面，觀察過去幾年全球乙烯消費趨勢，2022 年乙烯消費量提升至 1.96 億噸，成長 11.9% YoY，較 2021 年增加約 2,000 萬噸，是近幾年乙烯消費成長最快的一個年度，乃疫後解封推動全球實體消費大幅擴張所帶



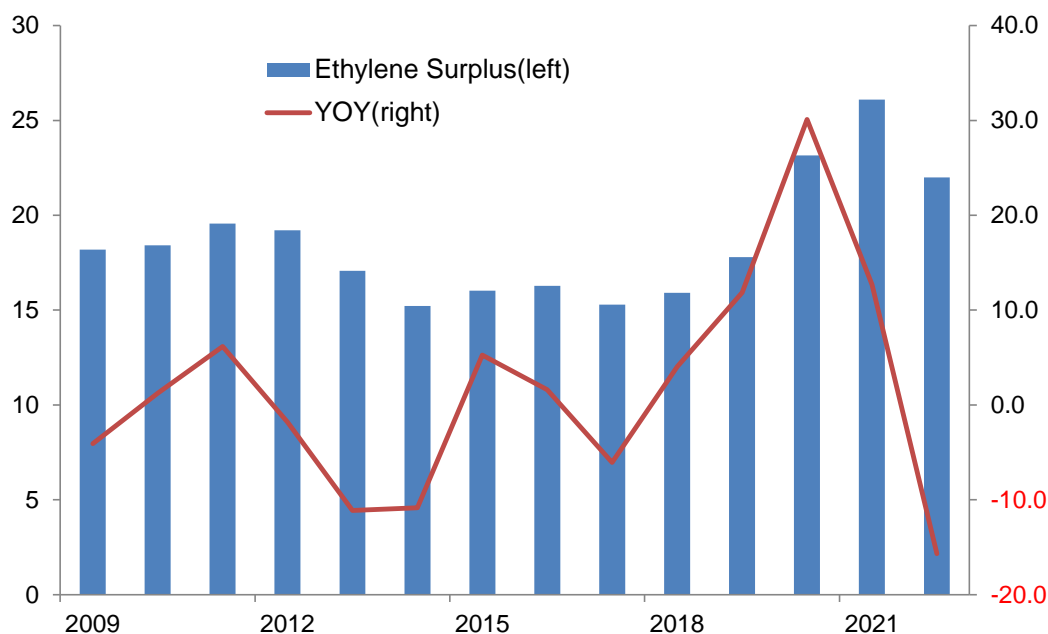
動，但其中也包括 2020 年至 2021 年海運塞港，運輸中斷，全球製造業避免供應鏈中斷而重複下單而暴增的假性需求。若以過去 5 年平均乙烯新增消費量約 850 萬噸，低於過去 5 年平均乙烯產能擴張的 985 萬噸，乙烯供需格局寬鬆，是造成近幾年乙烯價格積弱不振的主因。

圖 10：全球乙烯消費成長趨勢圖 (百萬噸)



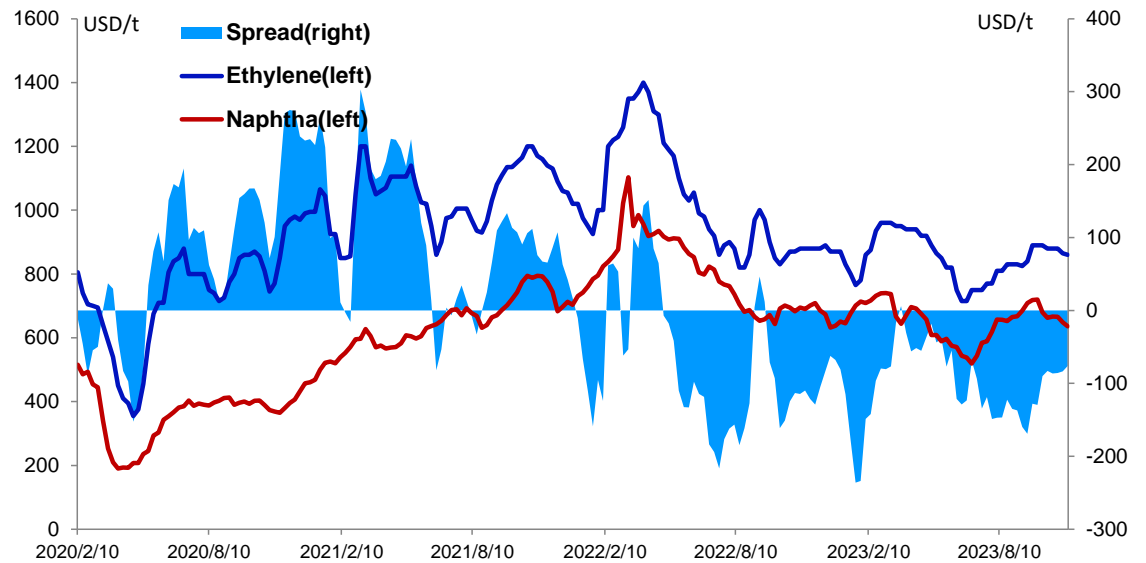
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 11：全球乙烯產能過剩量趨勢圖 (百萬噸)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 12：乙烯價格及利差趨勢圖 (美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧

### 乙烯供需寬鬆格局將延續至 2025-2026 年，乙烯價格將受抑制

由於未來幾年全球持續有新增乙烯產能將投產，在需求增長幅度低於產能擴張幅度下，預期乙烯供需寬鬆格局恐延續至 2025 年至 2026 年，乙烯價格將持續受抑制。乙烯下游的衍生物包括 EVA、EG、SM 及 PVC 等產品線，來自乙烯的成本壓力減輕，不過近幾年乙烯衍生物產能也都是同步擴張，需觀察相對應的需求是否可同步成長，若供需結構相對健康，受惠乙烯產能擴張的成本優勢將可顯現。而 EVA 供需格局健康，將可受惠乙烯弱勢的成本優勢，利差展望相對較佳。

## EVA 市況低迷，利差萎縮，獲利下修，建議持有

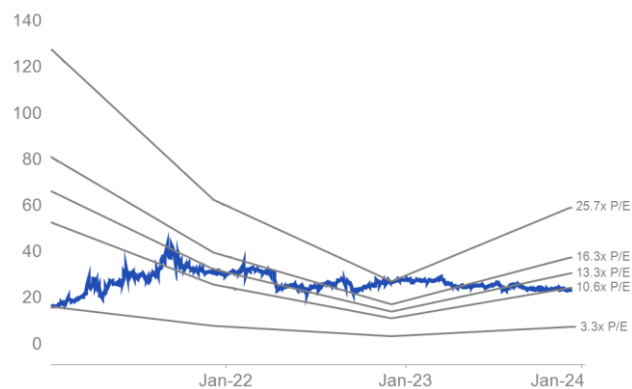
亞聚 2023 年 12 月營收回升至 6.27 億元，月增 22.9%，終止連 3 個月滑落，係 EVA 價格下挫，吸引下游客戶積極回補庫存，提振出貨量。而考量：1) EVA 於 4Q23 跌幅超過原料乙烯，EVA 利差收斂，預估亞聚 4Q23 毛利率下修 0.3ppt 至 14.3%，營業利益下修 2.1%至 1.88 億元，季減 11.5%，年減 75.0%，稅後 EPS 下修 11.1%至 0.16 元，季減 42.9%，年減 68.9%，獲利表現低迷。2023 年稅後 EPS 下修 3.3%至 0.61 元；2) 展望 1Q24，農曆年假干擾且市場需求平淡，預估 1Q24 營收下修 2.9%至 15.89 億元，季減 5.2%，年增 1.3%，毛利率下修 1.0ppt 至 14.3%，營業利益下修 11.2%至 1.74 億元，季減 7.4%，年減 31.3%，稅後 EPS 下修 18.8%至 0.13 元(原估 0.16 元)，季減 20.6%；3) 由於中國 EVA 市況競爭加劇，轉投資古雷石化虧損收斂速度減緩，下修獲利，預估 2023 年虧損僅收斂至 62.6 億元(原估 61.3 億元)，預估 2024 年虧損僅收斂至 31.5 億元(原估 23 億元)，也造成亞聚獲利下修；4) 展望 2024 年，太陽能安裝量成長維繫 EVA 需求，惟市場競爭加劇，拖累 EVA 利差表現，預估 2024 年營收下修 3.0%至 67.37 億元，年增 0.3%，毛利率滑落 2.9ppt 至 15.2%，營業利益下修 9.5%至 8.11 億元，年減 18.7%，稅後 EPS 下修 23.2%至 0.75 元，年增 23.6%，年底淨值提升至 23.8 元，獲利不如預期，建議持有-超越同業，目標價由 26.5 元下調至 25 元(1.05 PBR X 2024 年底淨值 23.8 元)。

圖 13：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	6,717	6,702	6,737	6,942	0.2%	-3.0%
營業毛利	1,214	1,218	1,025	1,116	-0.3%	-8.2%
營業利益	997	1,001	811	896	-0.4%	-9.5%
稅前利益	466	481	559	727	-3.1%	-23.1%
稅後淨利	362	373	447	581	-3.3%	-23.2%
調整後 EPS (元)	0.61	0.63	0.75	0.98	-3.3%	-23.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	18.1%	18.2%	15.2%	16.1%	-0.1	-0.9
營業利益率	14.9%	14.9%	12.0%	12.9%	0.0	-0.9
稅後純益率	5.4%	5.6%	6.6%	8.4%	-0.2	-1.8

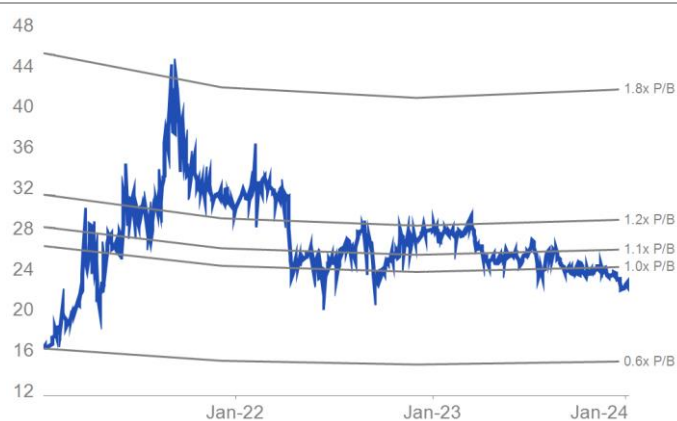
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 16：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
亞聚	1308 TT	持有-超越 同業	22.5	430	2.44	0.61	0.75	9.2	36.9	29.8	(53.3)	(75.0)	23.6
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	9.5	13,363	0.3	0.2	0.6	28.7	59.1	14.9	(74.8)	(51.5)	295.9
中石化	600028 SS	未評等	5.9	91,544	0.5	0.6	0.6	10.7	10.0	9.4	(6.7)	6.8	6.8
恒力石化	600346 SS	未評等	11.8	11,536	0.3	1.1	1.5	35.9	10.8	8.0	(85.1)	232.5	34.5
樂天化學	011170 KS	未評等	139,800.0	4,208	1,716.4	1,066.1	9,362.9	81.4	131.1	14.9	(95.4)	(37.9)	778.2
LG 化學	051910 KS	未評等	431,000.0	24,662	23,361.6	23,783.2	36,994.2	18.4	18.1	11.7	(46.0)	1.8	55.5
國際同業平均					5,015.8	4,970.2	9,272.0	35.0	45.8	11.8	(61.6)	30.4	234.2
國內同業													
台塑	1301 TT	未評等	73.5	14,734	5.7	2.1	3.2	12.9	35.3	22.9	(49.3)	(63.4)	54.2
南亞	1303 TT	未評等	62.3	15,505	4.0	1.6	3.0	15.4	38.5	20.5	(60.5)	(60.1)	88.2
台聚	1304 TT	持有-超越 同業	18.5	698	1.3	0.2	0.6	14.1	88.1	30.8	(70.0)	(83.9)	185.7
華夏	1305 TT	買進	20.8	383	(0.6)	0.9	1.2	-	22.6	16.9	(115.0)	-	33.7
國喬	1312 TT	未評等	14.6	528	(0.5)	(0.8)	0.7	-	-	22.2	(108.6)	-	-
國內同業平均					2.0	0.8	1.7	14.2	46.1	22.7	(80.7)	(69.1)	90.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 17：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美 元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
亞聚	1308 TT	持有-超越 同業	22.5	430	9.8	2.6	3.2	23.95	23.35	23.80	0.9	1.0	0.9
國際同業													
榮盛石化	002493 SZ	未評等	9.5	13,363	7.0	3.2	12.1	4.7	4.7	5.2	2.0	2.0	1.8
中石化	600028 SS	未評等	5.9	91,544	8.5	8.8	9.1	6.5	6.8	7.0	0.9	0.9	0.8
恒力石化	600346 SS	未評等	11.8	11,536	16.3	13.3	15.9	7.5	8.3	9.3	1.6	1.4	1.3
樂天化學	011170 KS	未評等	139,800.0	4,208	0.4	0.2	2.5	402,551.6	359,315.6	359,401.4	0.3	0.4	0.4
LG 化學	051910 KS	未評等	431,000.0	24,662	16.7	5.7	8.4	403,497.9	438,763.3	468,774.2	1.1	1.0	0.9
國際同業平均					9.8	6.2	9.6	161,213.6	159,619.7	165,639.4	1.2	1.1	1.0
國內同業													
台塑	1301 TT	未評等	73.5	14,734	9.5	3.8	6.3	56.2	55.1	57.4	1.3	1.3	1.3
南亞	1303 TT	未評等	62.3	15,505	8.1	3.8	6.5	47.3	47.8	49.5	1.3	1.3	1.3
台聚	1304 TT	持有-超越 同業	18.5	698	(0.1)	(1.3)	1.9	20.6	20.2	20.6	0.9	0.9	0.9
華夏	1305 TT	買進	20.8	383	(3.1)	5.7	7.1	16.3	16.9	17.6	1.3	1.2	1.2
國喬	1312 TT	未評等	14.6	528	(1.4)	-	-	35.4	33.8	34.5	0.4	0.4	0.4
國內同業平均					2.6	3.0	5.5	35.1	34.8	35.9	1.0	1.0	1.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	1,569	1,659	1,812	1,677	1,589	1,692	1,713	1,743	6,717	6,737
銷貨成本	(1,256)	(1,265)	(1,543)	(1,438)	(1,362)	(1,438)	(1,448)	(1,464)	(5,503)	(5,712)
營業毛利	313	394	268	239	226	254	266	279	1,214	1,025
營業費用	(60)	(50)	(56)	(51)	(52)	(53)	(54)	(55)	(217)	(214)
營業利益	253	344	212	188	174	201	212	224	997	811
業外利益	(287)	(160)	(14)	(71)	(81)	(31)	(78)	(63)	(531)	(252)
稅前純益	(33)	184	198	117	93	170	134	161	466	559
所得稅費用	8	(56)	(34)	(23)	(19)	(34)	(27)	(32)	(105)	(112)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	(25)	128	165	94	75	136	107	129	362	447
調整後每股盈餘(NT\$)	(0.04)	0.22	0.28	0.16	0.13	0.23	0.18	0.22	0.61	0.75
調整後加權平均股數(百萬股)	594	594	594	594	594	594	594	594	594	594
重要比率										
營業毛利率	19.9%	23.8%	14.8%	14.3%	14.3%	15.0%	15.5%	16.0%	18.1%	15.2%
營業利益率	16.1%	20.7%	11.7%	11.2%	11.0%	11.9%	12.4%	12.9%	14.9%	12.0%
稅前純益率	-2.1%	11.1%	10.9%	7.0%	5.9%	10.1%	7.8%	9.2%	6.9%	8.3%
稅後純益率	-1.6%	7.7%	9.1%	5.6%	4.7%	8.0%	6.3%	7.4%	5.4%	6.6%
有效所得稅率	--	30.3%	17.0%	19.7%	20.4%	20.0%	20.1%	19.9%	22.5%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-37.3%	5.7%	9.2%	-7.4%	-5.2%	6.5%	1.2%	1.8%		
營業利益	-66.3%	35.9%	-38.3%	-11.5%	-7.4%	15.5%	5.5%	5.7%		
稅後純益	--	--	28.2%	-42.9%	-20.6%	82.5%	-21.1%	19.9%		
調整後每股盈餘	--	--	28.2%	-42.9%	-20.6%	82.5%	-21.1%	19.9%		
年增率(%)										
營業收入	-26.7%	-29.3%	-35.8%	-33.0%	1.3%	2.0%	-5.4%	3.9%	-31.6%	0.3%
營業利益	-45.7%	-54.2%	-78.3%	-75.0%	-31.3%	-41.6%	-0.2%	19.1%	-66.2%	-18.7%
稅後純益	--	-71.7%	-63.6%	-68.9%	--	4.2%	-35.0%	37.1%	-75.0%	23.6%
調整後每股盈餘	--	-71.7%	-63.6%	-68.9%	--	4.2%	-35.0%	37.1%	-75.0%	23.6%

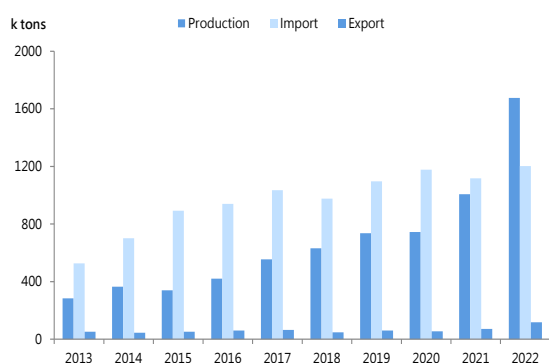
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標"A"為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。



## 公司簡介

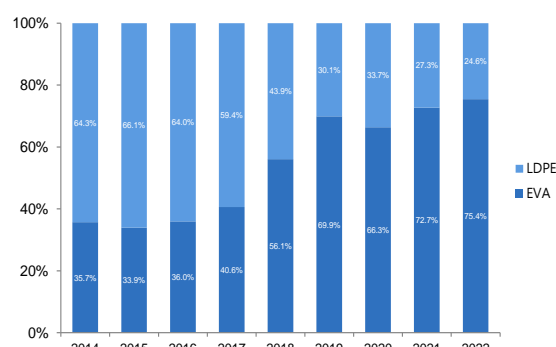
亞洲聚合股份有限公司(1308.TW)成立於 1977 年，為台灣 EVA 及 LDPE 知名廠商。於 1997 年被台聚集團購併，成為該集團的成員，與集團之間彼此的產品可相互支援，視市場需求機動調整，為其主要的競爭利基所在。產品原料物主要為乙烯，公司與中油簽訂合約供應，不足之數則委託台聚代為進口；醋酸乙烯單體(VAM)則為 EVA 所需，定期向大連化工購買，部分則進口採購。近年來，國內 LDPE 及 EVA 需求已接近飽和狀態，除受疫情等短期因素影響外，國內整體 LDPE 及 EVA 需求變化不大。而國外市場中，LDPE 主要應用仍以包裝、生活用品等通用產品為主，需求成長性主要隨全球 GDP 成長率而變化。公司產品以外銷為主，主要市場為大陸(含香港)、越南、印度、印尼、孟加拉等地。產品內外銷比重方面，LDPE 內銷為 78%，外銷 22%；EVA 外銷比重達 94%。

圖 19：產能大增，中國 EVA 供需缺口縮小



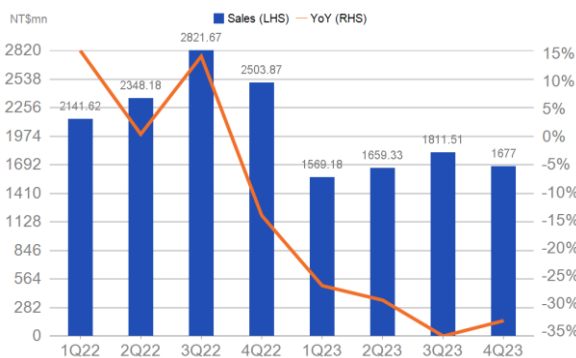
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



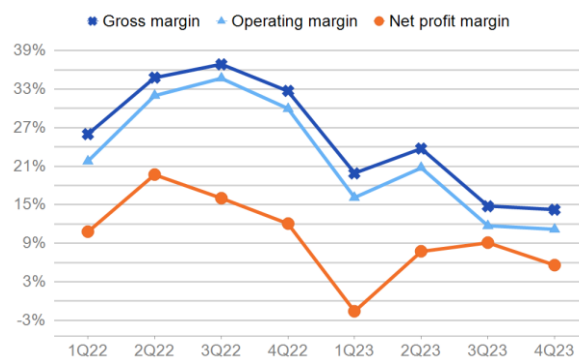
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



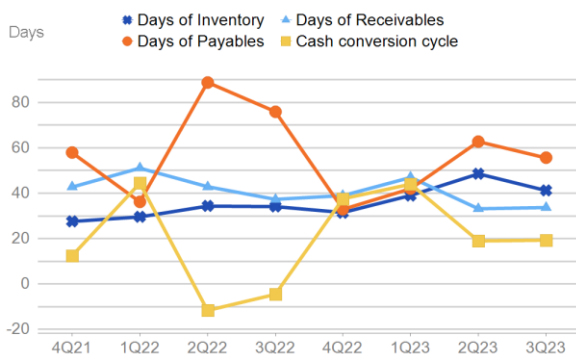
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



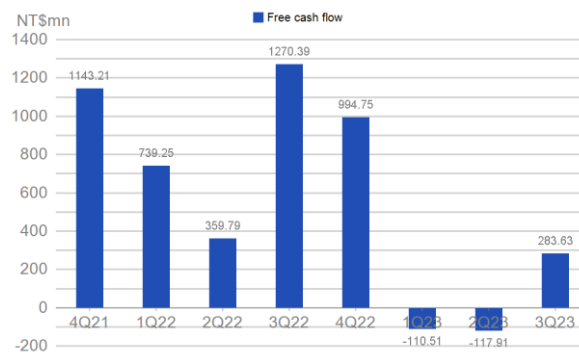
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**亞聚整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為領先的位置，但在商品化學品行業的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**亞聚的整體曝險屬於中等水準，略優於商品化學品行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含碳自有運營、排放量、汙水和廢物等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**亞聚在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力強大。公司有一些舉措來管理與重大 ESG 問題相關的風險，但是，這些舉措不足以管理其所有風險。儘管如此，公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 25：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	21.5
在 ESG 議題上的曝險 (A)	43.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	56.9
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	8

資料來源：Sustainalytics (2024/2/1)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	764	1,482	1,899	2,351	2,721
存貨	584	541	499	533	571
應收帳款及票據	1,419	1,071	870	890	913
其他流動資產	1,332	691	524	525	550
流動資產	4,099	3,785	3,791	4,299	4,756
採用權益法之投資	6,635	5,158	8,259	8,167	8,082
固定資產	3,377	3,363	3,224	3,099	3,174
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	4,869	4,083	537	539	564
非流動資產	14,880	12,605	12,020	11,805	11,820
資產總額	18,979	16,390	15,811	16,105	16,576
應付帳款及票據	298	311	270	302	325
短期借款	500	120	87	88	92
什項負債	1,144	1,119	1,131	1,125	1,128
流動負債	1,942	1,550	1,488	1,514	1,545
長期借款	1,370	451	336	337	353
其他負債及準備	205	172	121	121	127
長期負債	1,574	623	457	458	480
負債總額	3,517	2,173	1,945	1,972	2,024
股本	5,937	5,937	5,937	5,937	5,937
資本公積	35	37	37	37	37
保留盈餘	7,611	7,300	6,949	7,215	7,635
什項權益	1,879	943	943	943	943
歸屬母公司之權益	15,462	14,217	13,866	14,132	14,552
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	15,462	14,217	13,866	14,132	14,552

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	3,101	1,447	362	447	643
折舊及攤提	312	305	307	302	315
本期營運資金變動	(738)	204	202	(22)	(39)
其他營業資產 及負債變動	71	1,666	408	(234)	(160)
營運活動之現金流量	2,747	3,623	1,279	493	759
資本支出	(404)	(259)	(167)	(177)	(390)
本期長期投資變動	(29)	(1,476)	98	91	85
其他資產變動	428	1,909	408	(234)	(160)
投資活動之現金流量	(5)	174	79	113	(217)
股本變動	116	0	0	0	0
本期負債變動	(2,075)	(1,301)	(228)	27	52
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(699)	(1,783)	(712)	(181)	(223)
其他調整數	78	(9)	408	(234)	(160)
融資活動之現金流量	(2,579)	(3,093)	(941)	(153)	(172)
匯率影響數	(4)	14	0	0	0
本期產生現金流量	158	718	417	452	370
自由現金流量	2,343	3,364	1,111	316	369

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	9,566	9,815	6,717	6,737	7,054
銷貨成本	(5,968)	(6,582)	(5,503)	(5,712)	(5,934)
營業毛利	3,598	3,233	1,214	1,025	1,120
營業費用	(278)	(286)	(217)	(214)	(223)
推銷費用	(151)	(152)	(99)	(98)	(103)
研究費用	(6)	(6)	(6)	(6)	(7)
管理費用	(121)	(128)	(111)	(109)	(114)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	3,319	2,947	997	811	897
利息收入	4	11	20	20	20
利息費用	(23)	(10)	(9)	(9)	(9)
利息收入淨額	(18)	1	11	11	11
投資利益(損失)淨額	64	(1,472)	(733)	(369)	(241)
匯兌損益	(3)	45	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	376	297	191	106	137
稅前純益	3,738	1,818	466	559	804
所得稅費用	(637)	(370)	(105)	(112)	(161)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	3,101	1,447	362	447	643
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,073	2,133	784	871	1,130
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.22	2.44	0.61	0.75	1.08

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	67.7	2.6	(31.6)	0.3	4.7
營業利益	259.9	(11.2)	(66.2)	(18.7)	10.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	148.0	(47.6)	(63.3)	11.1	29.7
稅後純益	181.0	(53.3)	(75.0)	23.5	43.8
調整後每股盈餘	175.5	(53.3)	(75.0)	23.6	44.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	37.6	32.9	18.1	15.2	15.9
營業利益率	34.7	30.0	14.9	12.0	12.7
稅前息前淨利率	38.8	18.4	7.1	8.5	11.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	42.6	21.7	11.7	12.9	16.0
稅前純益率	39.1	18.5	6.9	8.3	11.4
稅後純益率	32.4	14.8	5.4	6.6	9.1
資產報酬率	17.3	8.2	2.3	2.8	3.9
股東權益報酬率	22.5	9.8	2.6	3.2	4.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	22.7	15.3	14.0	14.0	13.9
淨負債權益比(%)	7.2	(6.4)	(10.6)	(13.6)	(15.7)
利息保障倍數 (倍)	165.4	177.3	(53.1)	(64.2)	(88.2)
流動比率 (%)	211.1	244.2	254.7	283.9	307.9
速動比率 (%)	173.3	198.6	221.2	248.7	270.9
淨負債 (NT\$百萬元)	1,106	(911)	(1,476)	(1,927)	(2,277)
調整後每股淨值 (NT\$)	26.04	23.95	23.35	23.80	24.51
評價指標 (倍)					
本益比	4.3	9.2	36.9	29.8	20.7
股價自由現金流量比	5.7	4.0	12.0	42.2	36.1
股價淨值比	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.3	6.3	17.0	15.3	11.8
股價營收比	1.4	1.4	2.0	2.0	1.9

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

亞聚 (1308 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.