

國產 (2504 TT) Goldsun

廠房建置需求使預拌混凝土維持價格高檔不墜

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月) : NT\$37.0

收盤價 (2024/02/16) : NT\$29.9

隱含漲幅 : 23.7%

營收組成 (3Q23)

預拌混凝土 93%、其他建材產品 7%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	37.0	28.0
2023年營收 (NT\$/十億)	21.0	20.9
2023年EPS	2.9	2.7

交易資料表

市值	NT\$35,280百萬元
外資持股比率	13.4%
董監持股比率	14.5%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$22.31
負債比	36.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (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	21,279	21,041	21,624	22,021
營業利益	3,349	3,983	4,143	4,261
稅後純益	4,132	3,440	4,088	3,382
EPS (元)	3.50	2.91	3.46	2.86
EPS YoY (%)	44.8	-16.7	18.8	-17.3
本益比 (倍)	8.6	10.3	8.6	10.4
股價淨值比 (倍)	1.5	1.4	1.3	1.3
ROE (%)	18.1	14.0	15.6	12.5
現金殖利率 (%)	6.7%	6.8%	7.1%	7.2%
現金股利 (元)	2.00	2.04	2.11	2.15

陳玟芬 合格證券投資分析人員 & CFP

Lisa.mf.chen@yuanta.com

柯妤璇

Varine.Ko@yuanta.com

元大觀點

◆ 本中心上修 4Q23 獲利 32.7%至 EPS 0.92 元，主因該季出售桃園土地貢獻 EPS 0.20-0.22 元，營收亦較原估計佳 3%，且均價維持高檔。

◆ 估計 2024 年營收年增 2.8%，上修 8.5%；此外，2Q24 將認列售地利益約 EPS 0.8 元，故估計 2024 年 EPS 年增 18.8%至 3.46 元。

◆ 2024 年持續有新廠房建置需求，本中心將 SOTP (總合評價法)中核心事業獲利的目標 PE 上修由 9 倍上修至 12 倍，評等調升至買進。

4Q23 營收優於預期，主因市場需求仍佳；而售地再增業外獲利

4Q23 營收 56.9 億元，較原估計佳 3%，主因台灣住宅市場雖受到政策影響需求，然而廠房建置及公共工程以高階預拌混凝土為主，使 4Q23 市場價格指數維持 3%年增率，位於五年高檔；估計營業利益季增 10.3%至 10.9 億元。該季出售桃園土地而估計增加業外收益 3 億元，貢獻 EPS 約 0.20-0.22 元，故估計 4Q23 EPS 達 0.92 元，年增 61.7%且季增 46.2%。

1Q24 營建淡季呈季減，然預估 2024 全年營收年增 2.8%

由於景氣較原估計佳，本中心將 1Q24 均價由季減 8%上修至季減 5%，上修 1Q24 營收預估 2.8%至 50.4 億元，季減 11.5%、年增 0.1%；上修營業利益 3.2%至 8.8 億元，季減 19.5%、年減 4.1%；EPS 季減 37.6%至 0.58 元，反映 4Q23 有業外收益挹注。全台預拌混凝土價格自 2022 年起持續溫和向上，2022 年增率達 13.5%，2023 年漲幅為 2.5%，雖漲幅趨緩然價格仍維持高檔；上修 2024 年營收 8.5%至 216.2 億元，年增 2.8%；上修營業利益 12.5%至 41.4 億元，年增 4.0%，主因看好 2024 年景氣而將出貨均價由年減 6%上修至年增 1%；此外由於 2Q24 將認列出售台南土地獲利 10 億元，預計貢獻 EPS 約 0.8 元，故估計 2024 年 EPS 年增 18.8%至 3.46 元。

廠房建置及公共工程仍具需求，使預拌凝土價格維持不墜

2024 年持續有新廠房建置及公共工程需求，使高階預拌混凝土價格有所支撐；此外，聚焦南港土地開發案需若干建築資金，公司以自有資金、銀行融資及售地收入為主，公司負債比 36%，無短期信用風險。由於電子公司持續建置廠房需高階預拌混凝土，本中心將 2024 年景氣看法由下行調整為溫和向上，故將 SOTP (總合評價法)中核心事業獲利的目標 PE 由 9 倍上修倍數至 12 倍，給予 15%折價的 NAV 得出目標價 37.0 元，投資評等調升為買進。

營運分析

4Q23 均價及出貨量優於預期，營收較原估計佳 3%

4Q23 營收 56.9 億元，較原估計佳 3%，主因台灣住宅市場雖受到政策影響需求，然而廠房建置及公共工程以高階預拌混凝土為主，使 4Q23 市場價格指數維持 3% 年增率，位於五年高檔；估計營業利益季增 10.3% 至 10.9 億元。該季出售桃園土地而估計增加業外收益 3 億元，貢獻 EPS 約 0.20-0.22 元，故估計 4Q23 EPS 達 0.92 元，年增 61.7% 且季增 46.2%。

1Q24 進入傳統淡季，估計營收季減 11.5% 但年增 0.1%

由於景氣較原估計佳，本中心將 1Q24 均價由季減 8% 上修至季減 5%，上修 1Q24 營收預估 2.8% 至 50.4 億元，季減 11.5%、年增 0.1%；上修營業利益 3.2% 至 8.8 億元，季減 19.5%、年減 4.1%；EPS 為 0.58 元，季減 37.6% 反映 4Q23 有業外收益挹注。近期宣布出售台南土地獲利約 10 億元，將於 2Q24 認列入帳，貢獻 EPS 約 0.8 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	5,770	5,135	5,688	10.8%	-1.4%	5,528	5,501	2.9%	3.4%
營業毛利	1,199	1,213	1,323	9.1%	10.3%	1,284	1,306	3.1%	1.3%
營業利益	960	988	1,090	10.3%	13.5%	1,051	1,062	3.7%	2.6%
稅前利益	922	963	1,389	44.2%	50.6%	1,053	1,289	32.0%	7.8%
稅後淨利	676	746	1,091	46.2%	61.5%	822	1,009	32.7%	8.1%
調整後 EPS (元)	0.57	0.63	0.92	46.2%	61.7%	0.70	0.86	32.7%	7.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	20.8%	23.6%	23.3%	-0.4	2.5	23.2%	23.7%	0.0	-0.5
營業利益率	16.6%	19.2%	19.2%	-0.1	2.5	19.0%	19.3%	0.2	-0.1
稅後純益率	11.7%	14.5%	19.2%	4.6	7.5	14.9%	18.3%	4.3	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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	5,030	5,688	5,036	-11.5%	0.1%	4,900	4,987	2.8%	1.0%
營業毛利	1,143	1,323	1,103	-16.6%	-3.5%	1,072	1,127	2.9%	-2.1%
營業利益	914	1,090	877	-19.5%	-4.1%	850	905	3.2%	-3.0%
稅前利益	1,109	1,389	905	-34.8%	-18.4%	878	911	3.1%	-0.6%
稅後淨利	847	1,091	681	-37.6%	-19.6%	660	697	3.2%	-2.2%
調整後 EPS (元)	0.72	0.92	0.58	-37.6%	-19.5%	0.56	0.59	3.2%	-2.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	22.7%	23.3%	21.9%	-1.4	-0.8	21.9%	22.6%	0.0	-0.7
營業利益率	18.2%	19.2%	17.4%	-1.7	-0.8	17.3%	18.1%	0.1	-0.7
稅後純益率	16.8%	19.2%	13.5%	-5.7	-3.3	13.5%	14.0%	0.1	-0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

南港土地開案已於 2022 年 11 月開始動工興建，未來以收取租金為主

南港舊廠開案基地約 6,500 坪，規劃為 A、B 兩區段，A 區段為集團完全持有的大樓，基地約 4,000 坪，樓高 26 層，可分回 39,000 坪；B 區段為台北市政府商辦大樓，樓高 20 層，可分回 7,000 坪。

開發案已取得建築執照，2022 年 11 月開始動工興建，規劃 2027 年下半年完工後收取租金為主。該土地開發案預計樓地板面積 6 萬坪，完成後國產可分回樓地板面積 4.6 萬坪及 550 個停車位，估計總價值 350 億元以上。

圖 3：南港開發案進程，預計 2028 年興建完成且申請使照出租

時間	進程
2019	取得台北市政府都更事業計畫核定函
2020	完成都市更新權利變換計畫案自辦公聽會 完成變更事業計畫及擬定權利變換計畫審議申請掛件
2021	5 月：權利變更程序通過台北市都更委員會審議 8 月：取得台北市政府都更及權利變換核定函，開始申請建照 11 月：董事會通過 158 億元投資案，開展營造發包作業
2021	年底取得建築執照，11 月 22 日開始動工興建
2028	興建完工後申請使照，營運總部之外皆出租

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：南港開發案完工圖



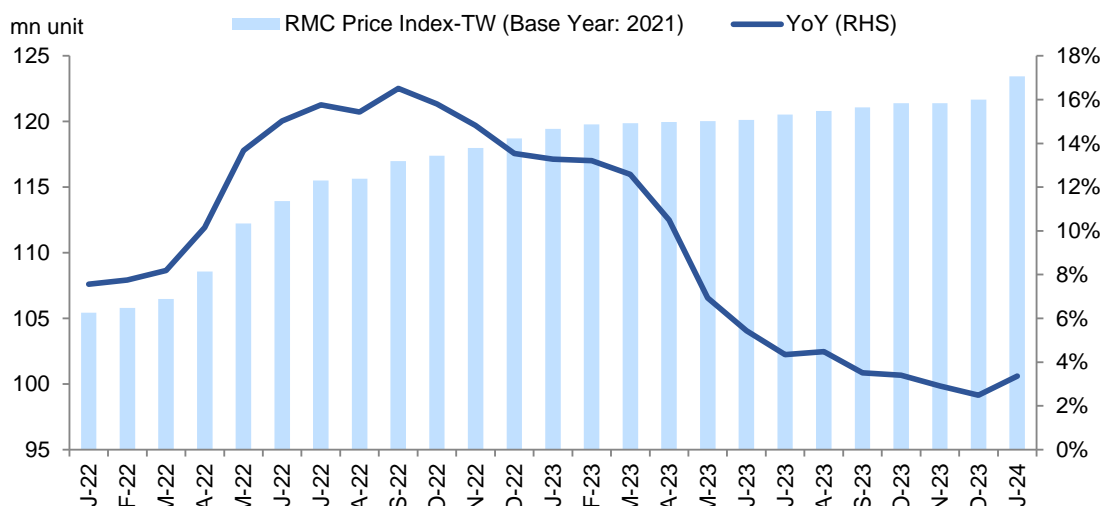
資料來源：公司資料

產業概況

廠房建置需求推動預拌混凝土價格維持高檔

台灣地區之大型廠房建置以三家一級混凝土廠(國產、台泥、亞泥)供貨為主，國產全台市占率約 16.5% 為市占最大且品質最佳之預拌混凝土廠，為營造廠使用之建材之一，廠房需近工地故具有地域性。根據主計總處統計，預拌混凝土近二年各月價格均呈現月增，主要貢獻來自水泥價格的變動，最新公布 2024 年 1 月呈現月增 1.5%、年增 3.4%；價格提升對毛利率均正面影響，國產 2021/2022/2023 年前三季毛利率分別為 18.8%/20.2%/23.1%。

圖 5：儘管預拌混凝土價格進入 2023 年後漲勢較平緩，依舊維持個位數的年增長率水準

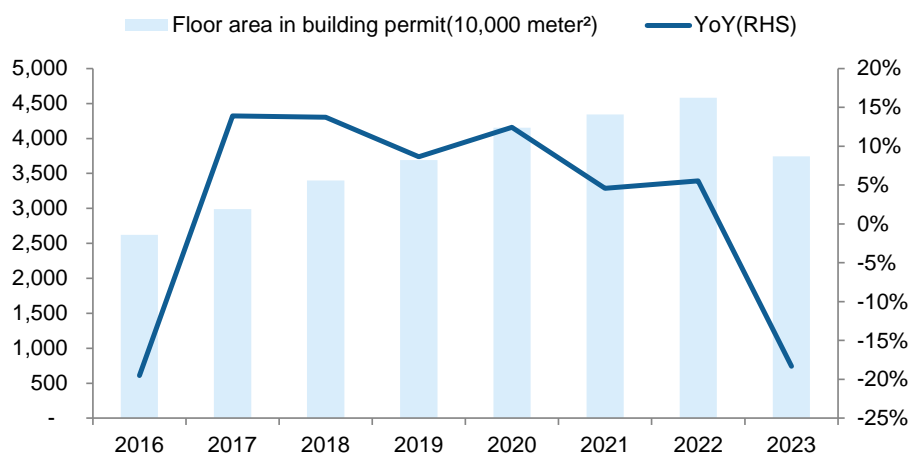


資料來源：行政院主計總處、元大投顧整理

2023 年建造執照中斷過去五年的增長趨勢，顯示後續營造工程可能不如先前強勁

全台建造執照樓地板面積在過去五年呈現增長，其中近兩年需求主要來自半導體等科技大廠擴廠，除廠辦的興建外同時也帶動了周邊衛星廠、交通建設和住宅成長。然而 2023 全年總樓地板面積較 2022 年下滑 18%，其中年減幅度最大的為住宅(YoY-23%)以及工業倉儲(YoY-17%)，而廠房廠辦為國產出貨的主要應用領域之一。以地區別來看，台灣南部的核發建照總樓地板面積為 YoY 降幅最大的地區。

圖 6：2023 年核發建造執照樓地板面積較 2022 年下滑約 18%



資料來源：行政院主計總處、元大投顧整理

獲利調整與股票評價

上調 2023 年及 2024 年本業獲利 1.0%及 12.5%，且售地獲利亦對業外有所貢獻

本中心上修 2023 年營業利益 1%至 39.8 億元，年增 18.9%。惟 2023 年全年獲利上修 8.4%至 EPS 2.91 元，年減 16.8%，上修主因 4Q23 出售桃園土地而估計增加業外收益 3 億元，貢獻 EPS 約 0.2-0.22 元，加上 1Q23 出售中國大陸常熟廠亦貢獻業外 EPS 約 0.15 元，而年減主因 2022 年業外因出售高雄土地而貢獻 EPS 約 1.0 元，使基期墊高。

2024 年估計營收年增 2.8%至 216 億元，上修 8.5%；營業利益 41.4 億元，年增 4.0%，上修 12.5%，主因上調價量假設；估計均價年增 0.7%，較先前估計年減 5.6%為佳；出貨量年增 2.6%，較先前上修 3.5%，反映廠房建置對高階預拌混凝土需求仍強勁，抵銷住宅市場減少的幅度。此外，由於 2Q24 將認列出售台南土地獲利 10 億元，貢獻 EPS 約 0.8 元，故估計 2024 年 EPS 年增 18.8%至 3.46 元。

圖 7：2023 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	21,041	20,881	21,624	19,924	0.8%	8.5%
營業毛利	4,891	4,852	5,063	4,591	0.8%	10.3%
營業利益	3,983	3,943	4,143	3,681	1.0%	12.5%
稅前利益	4,464	4,128	5,277	3,815	8.1%	38.3%
稅後淨利	3,440	3,171	4,088	2,920	8.5%	40.0%
調整後 EPS (元)	2.91	2.69	3.46	2.47	8.4%	40.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	23.2%	21.6%	23.4%	22.4%	1.7	1.1
營業利益率	18.9%	17.5%	19.2%	18.0%	1.4	1.2
稅後純益率	16.3%	14.4%	18.9%	14.3%	2.0	4.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估

SOTP 採 2024 年核心事業獲利數字及 12 倍之目標本益比，目標價為 37 元

本中心給予目標價 37.0 元，係依據總合評價法(SOTP)推估之 NAV (淨資產價值)為每股 43.32 元，再給予 15%之折價所推得。我們以淨資產價值法評價國產的投資性不動產價值；預拌混凝土核心事業給予 2024 年預估核心事業獲利的 12 倍本益比(前次為 9 倍本益比)。

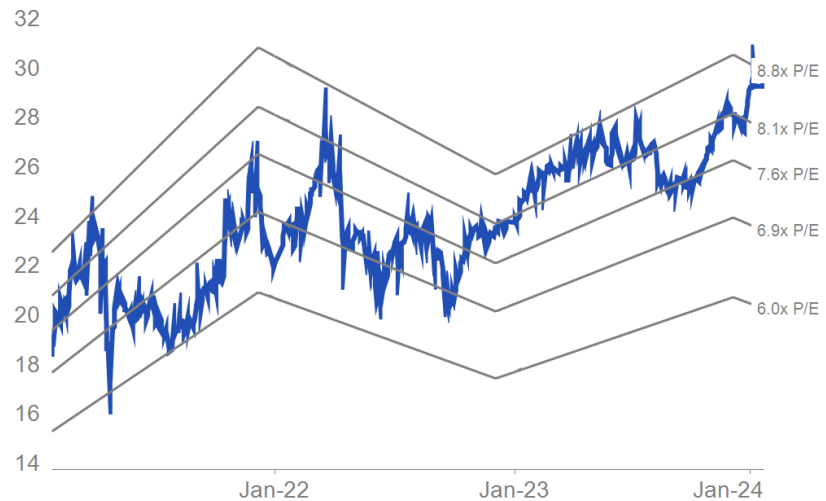
- 預拌混凝土事業：我們依 2024 年國產數據給予本業預拌混凝土核心事業之 12 倍本益比(前次為 9 倍本益比)；主因預拌混凝土行業受惠於本土廠房建置持續需求而價格維持高檔。
- 不動產事業：我們以投資性不動產之評價來評估，以其 2021 年底投資性不動產公允價值(依據為公司財報揭露之鑑定價值)，扣除 1Q22 出售之土地資產金額 23.5 億元得出淨資產價值為 175.78 億元。

圖 8：國產 NAV 評價概覽

(百萬元)	淨資產價值	佔總資產比率	每股淨資產價值 (元)	評價方式
預拌混凝土核心事業	39,466	77%	33.4	12 倍 2024 年的預估獲利
不動產事業	17,578	34%	14.9	投資性不動產評價
小計	57,044			
淨負債	-5,925	-15%		
淨資產價值	51,119			
在外流通股數 (百萬股)	11,800			
每股淨資產價值	43.32			
折價	15%			
折價後每股淨資產價值	37.0			

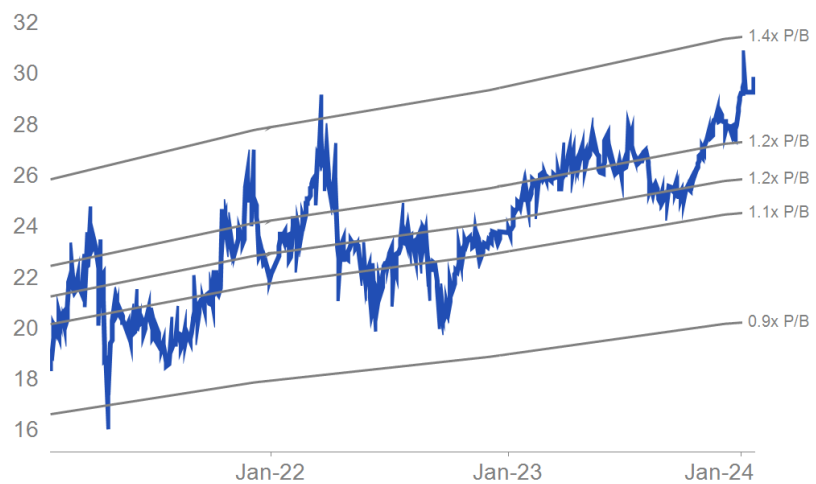
資料來源：元大投顧

圖 9：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：12 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 11：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
國產	2504 TT	買進	29.9	1,138	3.50	2.91	3.46	8.6	10.3	8.6	44.8	(16.7)	18.8
國內同業													
台泥	1101 TT	未評等	31.9	8,012	0.7	1.2	1.5	43.1	26.4	20.9	(74.4)	63.7	26.4
亞泥	1102 TT	持有-超越 同業	39.6	4,429	3.6	3.6	3.3	10.9	11.0	11.9	(22.8)	(0.5)	(8.0)
環泥	1104 TT	未評等	29.0	620	3.0	--	--	9.6	--	--	87.6	--	--
國內同業平均					2.5	2.4	2.4	21.2	18.7	16.4	(3.2)	31.6	9.2

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 12：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
國產	2504 TT	買進	29.9	1,138	18.1	14.0	15.6	19.72	20.88	22.31	1.5	1.4	1.3
國內同業													
台泥	1101 TT	未評等	31.9	8,012	2.6	4.0	4.7	31.9	30.0	30.7	1.0	1.1	1.0
亞泥	1102 TT	持有-超越 同業	39.6	4,429	691.0	640.0	575.0	45.4	46.1	46.5	0.9	0.9	0.9
環泥	1104 TT	未評等	29.0	620	--	--	--	31.1	--	--	0.9	--	--
國內同業平均					346.8	322.0	289.9	36.1	38.1	38.6	0.9	1.0	0.9

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 13：季度及年度簡明損益表 (合併)

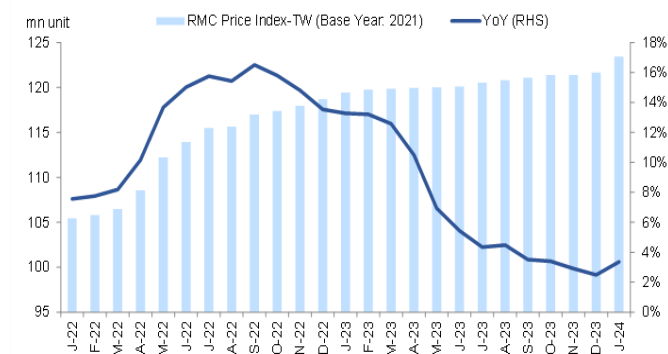
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	5,030	5,187	5,135	5,688	5,036	5,217	5,443	5,928	21,041	21,624
銷貨成本	(3,887)	(3,975)	(3,922)	(4,365)	(3,933)	(4,024)	(4,136)	(4,468)	(16,150)	(16,561)
營業毛利	1,143	1,212	1,213	1,323	1,103	1,193	1,307	1,459	4,891	5,063
營業費用	(229)	(222)	(225)	(233)	(226)	(222)	(224)	(248)	(909)	(920)
營業利益	914	990	988	1,090	877	971	1,083	1,211	3,983	4,143
業外利益	195	13	(25)	299	28	1,032	35	39	481	1,134
稅前純益	1,109	1,003	963	1,389	905	2,003	1,118	1,250	4,464	5,277
所得稅費用	(234)	(222)	(199)	(278)	(199)	(401)	(224)	(250)	(932)	(1,073)
少數股東權益	28	26	18	20	25	30	30	30	92	115
歸屬母公司稅後純益	847	755	746	1,091	681	1,572	865	970	3,440	4,088
調整後每股盈餘(NT\$)	0.72	0.64	0.63	0.92	0.58	1.33	0.73	0.82	2.91	3.46
調整後加權平均股數(百萬股)	1,177	1,177	1,177	1,177	1,177	1,177	1,177	1,177	1,177	1,177
重要比率										
營業毛利率	22.7%	23.4%	23.6%	23.3%	21.9%	22.9%	24.0%	24.6%	23.2%	23.4%
營業利益率	18.2%	19.1%	19.2%	19.2%	17.4%	18.6%	19.9%	20.4%	18.9%	19.2%
稅前純益率	22.1%	19.3%	18.8%	24.4%	18.0%	38.4%	20.6%	21.1%	21.2%	24.4%
稅後純益率	16.8%	14.6%	14.5%	19.2%	13.5%	30.1%	15.9%	16.4%	16.3%	18.9%
有效所得稅率	21.1%	22.1%	20.6%	20.0%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.9%	20.3%
季增率(%)										
營業收入	-12.8%	3.1%	-1.0%	10.8%	-11.5%	3.6%	4.3%	8.9%		
營業利益	-4.7%	8.3%	-0.2%	10.3%	-19.5%	10.7%	11.5%	11.8%		
稅後純益	25.4%	-10.9%	-1.1%	46.2%	-37.6%	130.8%	-45.0%	12.1%		
調整後每股盈餘	25.5%	-10.7%	-1.3%	46.2%	-37.6%	130.9%	-45.0%	12.2%		
年增率(%)										
營業收入	3.7%	-1.3%	-4.9%	-1.4%	0.1%	0.6%	6.0%	4.2%	-1.1%	2.8%
營業利益	37.3%	19.1%	10.7%	13.5%	-4.1%	-1.9%	9.6%	11.1%	18.9%	4.0%
稅後純益	-59.3%	7.5%	11.4%	61.5%	-19.6%	108.2%	15.9%	-11.1%	-16.6%	19.0%
調整後每股盈餘	-59.3%	7.6%	11.6%	61.7%	-19.5%	108.0%	15.8%	-11.1%	-16.8%	18.8%

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

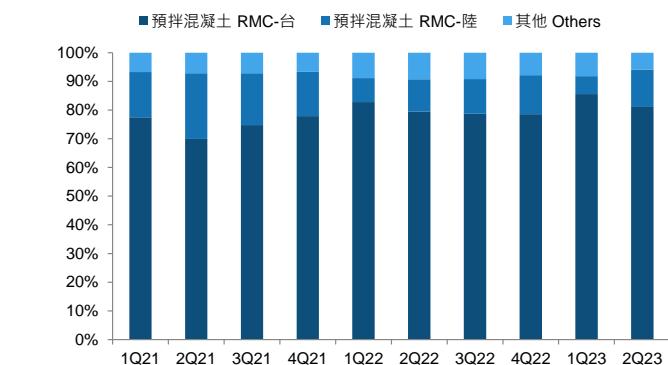
國產建材實業成立於 1954 年，為全台灣最大預拌混凝土廠，市占率約 16.5%，屬於建築材料業；其擁有來自中國大陸砂石原料為重要優勢，以自有船舶運輸至自行營運的台北港進口以自用。此外，合併報表子公司惠普(持股 51%)及國宇(持股 70%)產品為矽酸鈣板及輕質磚，皆與建材相關。國產在全台擁有土地資產達 45.7 萬坪，其中南港舊廠開發案已於 2022 年底開始興建，規劃於 2028 年完工出租。

圖 14：預拌混凝土價格指數



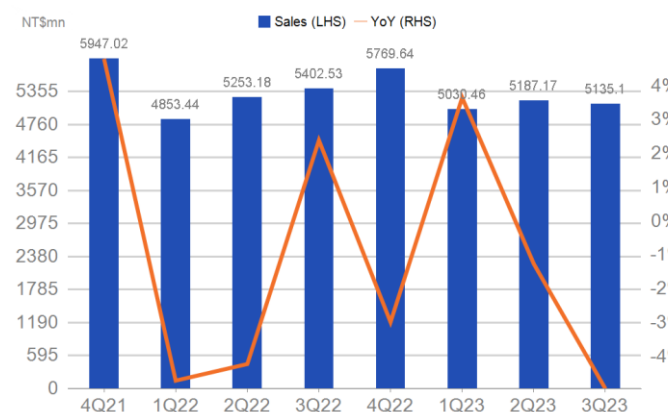
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收組成



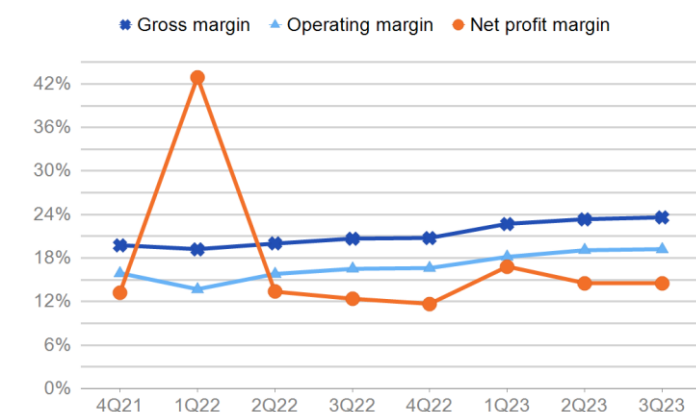
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



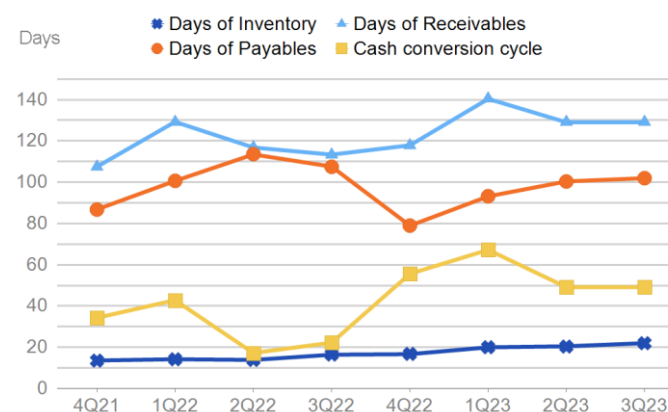
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



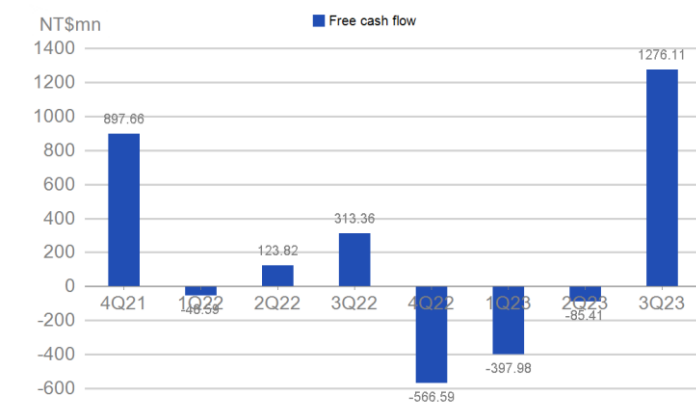
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：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**：國產整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於落後的位置，但在建築材料行業的公司中排名略微落後同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：國產的整體曝險屬於中等水準，但仍落後於建築材料行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、商業道德、公司產品對環境或社會之影響等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：國產在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。主因公司在 ESG 議題充分揭露，同時也採取措施來管理環境、社會和治理問題相關的風險，但仍缺乏關鍵領域的政策和方案。

圖 20：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	39.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	51.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	25.2
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	74

資料來源：Sustainalytics (2024/2/16)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

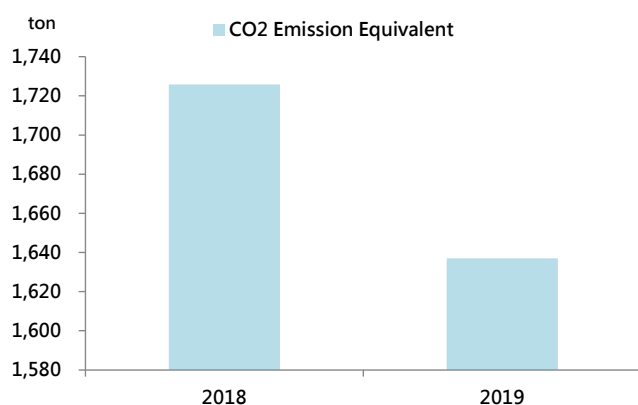
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

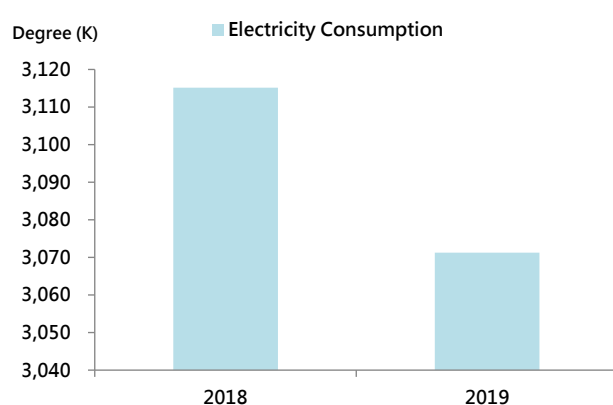
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 21：二氧化碳排放當量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 22：用電度數



資料來源：公司資料、Reuters

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	2,518	2,107	3,747	4,730	5,349
存貨	654	844	919	957	971
應收帳款及票據	7,100	7,873	7,851	7,921	8,092
其他流動資產	2,259	1,834	1,355	1,355	1,355
流動資產	12,531	12,658	13,872	14,963	15,768
採用權益法之投資	839	861	866	866	866
固定資產	9,849	12,242	13,706	14,598	15,024
無形資產	3,787	3,681	3,574	3,464	3,354
其他非流動資產	8,755	9,510	9,431	9,431	9,431
非流動資產	23,230	26,293	27,578	28,359	28,675
資產總額	35,760	38,951	41,450	43,322	44,443
應付帳款及票據	3,700	2,774	2,642	2,718	2,834
短期借款	900	2,645	2,615	2,615	2,615
什項負債	2,538	3,648	3,151	3,151	3,151
流動負債	7,138	9,067	8,408	8,484	8,600
長期借款	2,973	3,767	6,003	6,003	6,003
其他負債及準備	3,144	1,721	1,341	1,341	1,341
長期負債	6,117	5,487	7,344	7,344	7,344
負債總額	13,255	14,554	15,753	15,828	15,944
股本	11,800	11,800	11,800	11,800	11,800
資本公積	1,184	1,190	1,196	1,196	1,196
保留盈餘	8,382	10,384	11,464	13,145	14,035
什項權益	24	(108)	112	112	112
歸屬母公司之權益	21,390	23,265	24,572	26,253	27,143
非控制權益	1,116	1,132	1,126	1,241	1,356
股東權益總額	22,506	24,397	25,697	27,494	28,498

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	2,933	4,236	3,532	4,203	3,497
折舊及攤提	596	725	684	688	688
本期營運資金變動	497	(1,787)	(185)	(32)	(70)
其他營業資產 及負債變動	(190)	(195)	(459)	0	0
營運活動之現金流量	3,837	2,979	3,571	4,859	4,115
資本支出	(1,123)	(3,157)	(2,029)	(1,469)	(1,004)
本期長期投資變動	97	22	884	0	0
其他資產變動	216	296	(129)	0	0
投資活動之現金流量	(810)	(2,839)	(1,274)	(1,469)	(1,004)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(1,120)	2,932	1,723	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,770)	(2,124)	(2,360)	(2,407)	(2,493)
其他調整數	(65)	(1,408)	(100)	0	0
融資活動之現金流量	(2,955)	(600)	(736)	(2,407)	(2,493)
匯率影響數	(39)	48	79	0	0
本期產生現金流量	33	(412)	1,640	983	619
自由現金流量	2,714	(178)	1,543	3,390	3,111

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	21,802	21,279	21,041	21,624	22,021
銷貨成本	(17,696)	(16,977)	(16,150)	(16,561)	(16,869)
營業毛利	4,106	4,302	4,891	5,063	5,152
營業費用	(862)	(953)	(909)	(920)	(891)
推銷費用	(172)	(180)	(184)	(189)	(179)
研究費用	(9)	(18)	(23)	(29)	(27)
管理費用	(653)	(719)	(697)	(702)	(685)
其他費用	(28)	(36)	(5)	0	0
營業利益	3,244	3,349	3,983	4,143	4,261
利息收入	20	14	26	31	31
利息費用	(85)	(90)	(119)	(129)	(129)
利息收入淨額	(65)	(75)	(94)	(99)	(99)
投資利益(損失)淨額	86	12	501	1,225	225
匯兌損益	28	(23)	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	352	1,865	75	7	7
稅前純益	3,646	5,128	4,464	5,277	4,395
所得稅費用	(713)	(892)	(932)	(1,073)	(897)
少數股權淨利	84	104	92	115	115
歸屬母公司之稅後純益	2,849	4,132	3,440	4,088	3,382
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,327	5,942	4,666	4,831	4,949
調整後每股盈餘 (NT\$)	2.41	3.50	2.91	3.46	2.86

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	15.5	(2.4)	(1.1)	2.8	1.8
營業利益	39.6	3.2	18.9	4.0	2.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	27.2	37.3	(21.5)	3.5	2.4
稅後純益	15.0	44.4	(16.6)	19.0	(16.8)
調整後每股盈餘	28.0	44.8	(16.7)	18.8	(17.3)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.8	20.2	23.3	23.4	23.4
營業利益率	14.9	15.7	18.9	19.2	19.4
稅前息前淨利率	16.3	23.7	18.9	19.2	19.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.9	27.9	22.2	22.3	22.5
稅前純益率	16.7	24.1	21.2	24.4	20.0
稅後純益率	13.1	19.4	16.4	18.9	15.4
資產報酬率	8.3	11.3	8.5	9.7	7.9
股東權益報酬率	13.4	18.1	14.0	15.6	12.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	58.9	59.7	61.3	57.6	56.0
淨負債權益比(%)	6.0	17.7	19.0	14.1	11.5
利息保障倍數 (倍)	44.1	58.3	38.4	41.8	35.0
流動比率 (%)	175.6	139.6	165.0	176.4	183.3
速動比率 (%)	158.1	124.9	154.1	165.1	172.1
淨負債 (NT\$百萬元)	1,355	4,305	4,871	3,888	3,269
調整後每股淨值 (NT\$)	18.13	19.72	20.88	22.31	23.06
評價指標 (倍)					
本益比	12.4	8.6	10.3	8.6	10.4
股價自由現金流量比	13.0	--	22.8	10.4	11.3
股價淨值比	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.1	5.9	7.5	7.3	7.1
股價營收比	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6

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。

國產 (2504 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



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>.