

亞泥 (1102 TT) Asia Cement

中國水泥跌幅超出預期

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$43.0

收盤價 (2024/03/18) : NT\$41.1

隱含漲幅 : 4.6%

營收組成 (4Q23)

台灣 32%/中國 38%/電廠 23%/不鏽鋼 4%/其他 3%。

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\$)	43.0	42.0
2024年營收 (NT\$/十億)	78.4	82.8
2024年EPS	2.9	3.6

交易資料表

市值	NT\$145,770百萬元
外資持股比例	15.8%
董監持股比例	27.5%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$47.97
負債比	43.0%
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	90,341	80,183	78,395	78,788
營業利益	8,571	7,460	8,344	9,051
稅後純益	12,016	10,883	9,671	10,426
EPS (元)	3.63	3.28	2.92	3.15
EPS YoY (%)	-22.8	-9.4	-11.1	7.8
本益比 (倍)	11.3	12.5	14.1	13.1
股價淨值比 (倍)	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	6.9	5.8	5.0	5.3
現金殖利率 (%)	5.6%	5.1%	5.4%	5.6%
現金股利 (元)	2.30	2.10	2.20	2.30

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuantan.com

洪晨翎

CherylHung@yuantan.com

元大觀點

◆ 4Q23 EPS 低於預期 48%，旺季水泥價格漲幅、出貨量皆不如預期。

◆ 需求不彰使中國水泥價格跌幅超出預期，下修 2024 年亞泥中國水泥均價及噸毛利，下修 EPS 12.0%至 2.92 元(年減 10.5%)。

◆ 中國疲態的水泥需求與報價使整體獲利難以推升，維持持有評等。

4Q23 本業獲利低於預期 43%，中國水泥價量皆低

亞泥 4Q23 營業利益 14.7 億元(季減 21.3%/年增 38.5%)，低於我們/市場預期 43%/33%，亞泥中國獲利 4.0 億元(季轉盈)，水泥出貨量季增 3%至 610 萬噸、均價季增 2%，噸毛利僅小幅上升至 26 人民幣 (vs 3Q23 24 人民幣)；亞泥台灣獲利 9.1 億元(季減 7%)，國內水泥價量穩健，成本動力煤略為上升；嘉惠電力獲利 3.0 億元(季減 54%)，廠內用電費用增加、機組檢修；權益法投資獲利 2.0 億元(季減 78%)，遠東新受惠投資性不動產利益回升、裕民受惠散裝運價回升，惟山水水泥因需求疲弱虧損 5.5 億元；EPS 0.40 元(季減 51.0%/年增 117.6%)，年增主因動力煤價年減 24%，台灣水泥成本改善。

中國水泥價格跌幅超預期，下修出貨均價及噸毛利

下修 1Q24 營收 13.9%至 171.76 億元(季減 13.9%/年減 12.6%)，主要考量 1)江西/四川/湖北價格年初至今下滑 7%/10%/12%，預估亞泥中國水泥出貨均價下滑 2-3%、2) 進入開工淡季，且庫容比維持在 70%-80%高檔，預估中國水泥出貨量下滑 15%至 520 萬噸。成本端動力煤破價格因需求不彰均價下滑 4%，預估 1Q24 中國水泥噸毛利維持在 25-30 人民幣，不如我們前次預期之 35 元以上水準，下修 1Q24 本業獲利 30.3%至 15.62 億元(季增 6.5%/年增 7.1%)，預估 1Q24 EPS 0.58 元(季增 45%/年減 28.4%)。

保守看待中國房市前景，水泥價量承壓，維持持有評等

2023 中國新屋開工面積年減 20%、房地產投資額年減 10%，即使積極錯峰停窯，仍難抵銷需求銳減的負面影響，中國水泥均價下跌 15%，展望 2024 年，預期亞泥中國水泥出貨量/價下滑 2%/1%，下修中國水泥事業獲利至 24-26 億元(前次預期 37-39 億元)；台灣水泥市場需求相對穩定，且動力煤價格持穩於 130-140 美元，預估 2024 年亞泥台灣部門獲利維持 32-34 億元高檔水準，不過建照核發面積 2023 年減 18%，認為國內水泥需求進入高原整理期。整體而言，基於我們悲觀看待中國房市前景使中國水泥價量承壓，評價維持 0.9 倍 2024 年每股淨值，維持持有評等。

營運分析

旺季價格漲幅、出貨量皆不如預期，4Q23 本業獲利低於預期 43%

亞泥 4Q23 營收 199.94 億元(季增 0.3%/年減 17.0%)，低於我們/市場預期 9.6%/9.0%，主因中國水泥營收年減 31%，水泥出貨量季增 3%/年減 13%至 610 萬噸、均價季增/年減 2%/22%至 240 人民幣，旺季價格上漲幅度、出貨量皆不如預期；營業利益 14.67 億元(季減 21.3%/年增 36.5%)，低於我們/市場預期 43.0%/33.2%，大幅不如預期，其中 1)亞泥中國獲利 3.98 億元(季轉盈/年減 2%)，噸毛利小幅上升至 26 人民幣/噸(vs 3Q23 24 人民幣/噸)、2)亞泥台灣獲利 9.09 億元(季減 7%/年增 134%)，國內水泥價量穩健，持續受惠國際動力煤炭價格下滑、3)嘉惠電力獲利 2.97 億元(季減 54%/年減 39%)，主因廠內用電費用增加、機組故障及檢修、4)不鏽鋼虧損 0.58 億元，營運狀況仍差，呈現損平。

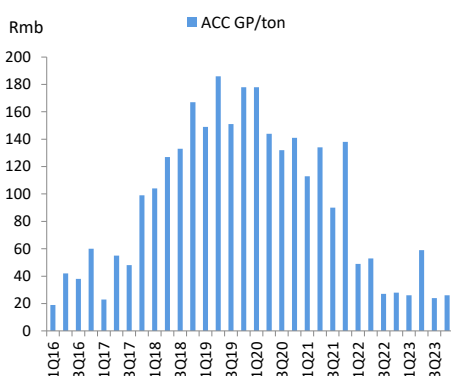
業外收益 4.81 億元，包括金融資產評價利益 5.68 億元、匯兌損失 3.4 億元、權益法投資獲利 1.99 億元(季減 77.6%/年轉盈)，其中遠東新獲利 5.5 億元(年轉盈)，受惠投資性不動產利益回升，不過石化事業仍有供給過剩問題，利差狀況不佳、裕民航運獲利 3.45 億元(年增 181%)，受惠巴拿馬運河乾旱及紅海危機使運價回升、山水水泥虧損 5.5 億元，除需求下滑外，中國東北水泥價格跌幅較大，且認列一次性虧損。EPS 0.40 元(季減 51.0%/年增 117.6%)，低於我們/市場預期 48.1%/38.4%，年增主因動力煤價年減 24%，台灣水泥成本大幅改善。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	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	24,247	19,894	19,944	0.3%	-17.7%	22,060	21,920	-9.6%	-9.0%
營業毛利	1,838	2,809	2,297	-18.2%	24.9%	3,328	2,995	-31.0%	-23.3%
營業利益	1,075	1,865	1,467	-21.3%	36.5%	2,575	2,196	-43.0%	-33.2%
稅前利益	1,038	3,279	1,948	-40.6%	87.8%	3,250	2,999	-40.1%	-35.0%
稅後淨利	609	2,706	1,326	-51.0%	117.7%	2,535	2,172	-47.7%	-39.0%
調整後 EPS (元)	0.18	0.82	0.40	-51.0%	117.6%	0.77	0.65	-48.1%	-38.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	7.6%	14.1%	11.5%	-2.6	3.9	15.1%	13.7%	-3.6	-2.2
營業利益率	4.4%	9.4%	7.4%	-2.0	2.9	11.7%	10.0%	-4.3	-2.6
稅後純益率	2.5%	13.6%	6.7%	-7.0	4.1	11.5%	9.9%	-5.5	-3.9

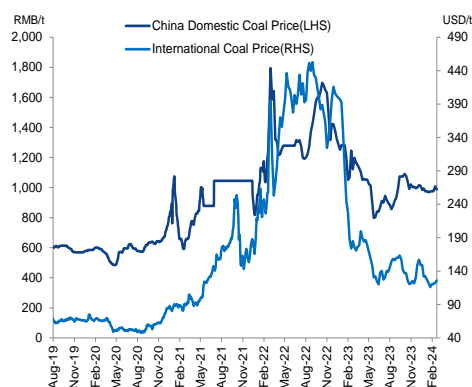
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：亞泥噸毛利



資料來源：亞泥法說會、元大投顧

圖 3：動力煤價格自 6 月底逐步走升



資料來源：Wind、元大投顧

中國水泥價格跌幅超预期，下修出貨均價及噸毛利

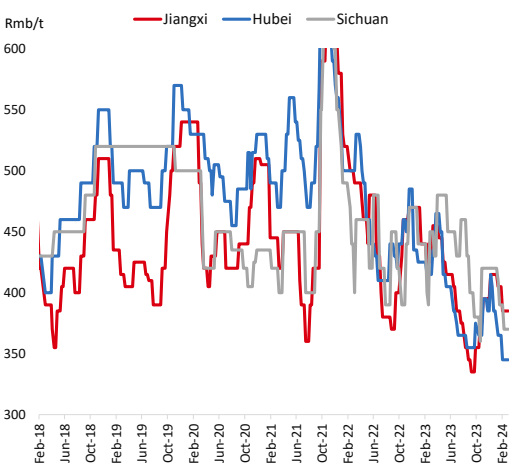
下修 1Q24 營收 13.9%至 171.76 億元(季減 13.9%/年減 10.6%)，主要考量 1)11 月底後中國水泥價格開始下跌，江西/四川/湖北價格年初至今下滑 7%/10%/12%，預估亞泥中國水泥出貨均價下滑 2-3%至 230-235 人民幣/噸、2) 進入開工淡季，且庫容比維持在 70%-80%的高檔水準，尤其湖北因競爭激烈庫容比高達 79%，預估中國水泥出貨量下滑 15%至 520 萬噸。成本端動力煤碳價格因需求不彰均價下滑 4%，預估 1Q24 中國水泥噸毛利維持在 25-30 人民幣的水準(vs 4Q23 26 人民幣/噸)，不如我們前次預期之 35 元以上水準，下修 1Q24 本業獲利 30.3%至 15.62 億元(季增 6.5%/年增 7.1%)；預估 1Q24 EPS 0.56 元(季增 55.5%/年減 30.4%)，季增主因 4Q23 業外認列匯兌損失、年減主因 1Q23 認列 8.8 億元股票評價利益。

圖 4：2024 年第 1 季獲利預估調整

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	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	19,645	19,944	17,176	-13.9%	-10.6%	19,952	18,946	-13.9%	-9.3%
營業毛利	1,980	2,297	2,124	-7.5%	7.3%	2,989	2,509	-28.9%	-15.4%
營業利益	1,459	1,467	1,562	6.5%	7.1%	2,240	1,881	-30.3%	-17.0%
稅前利益	3,184	1,948	2,461	26.3%	-22.7%	3,290	2,967	-25.2%	-17.1%
稅後淨利	2,688	1,326	1,871	55.5%	-30.4%	2,566	2,361	-27.1%	-20.8%
調整後 EPS (元)	0.81	0.40	0.56	55.5%	-30.4%	0.77	0.69	-27.3%	-18.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	10.1%	11.5%	12.4%	0.9	2.3	15.0%	13.2%	-2.6	-0.8
營業利益率	7.4%	7.4%	9.1%	1.7	1.7	11.2%	9.9%	-2.1	-0.8
稅後純益率	13.7%	6.6%	10.9%	4.3	-2.8	12.9%	12.5%	-2.0	-1.6

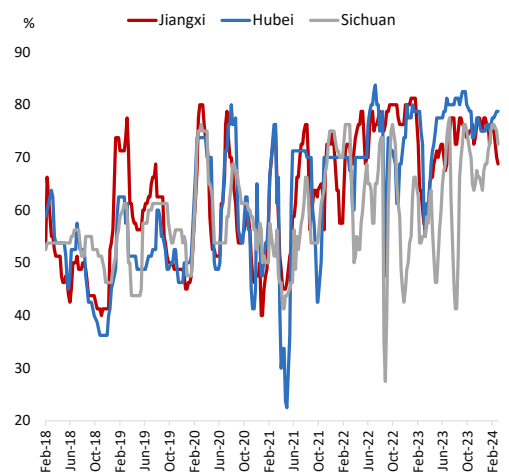
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 5：亞泥主營地區水泥價格滑落



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 6：亞泥主營地區水泥庫容比攀升



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

2024 年中國水泥價量難回升、國內水泥獲利穩健

2023 中國新屋開工面積年減 20%、房地產投資額年減 10%、房地產銷售面積年減 9%，房市需求疲弱下，中國水泥價格持續探底，即使各地區錯峰生產天數增加抑制供給量仍難以抵銷需求下滑負面影響(亞泥主營地區 2024 年錯峰生產天數相比 2023 年增加約 10 天，部分省分停窯天數超過 100 天)，預估 2024 年亞泥中國水泥出貨量與價格下滑 2%/1%，不過在預期動力煤均價下滑下，獲利有望小幅改善，預期 2024 年亞泥中國水泥部門獲利 25-28 億元(vs 2023 年 19 億元)，難以重回 2018-2021 年中國水泥部門獲利超過 100 億元的高峰。

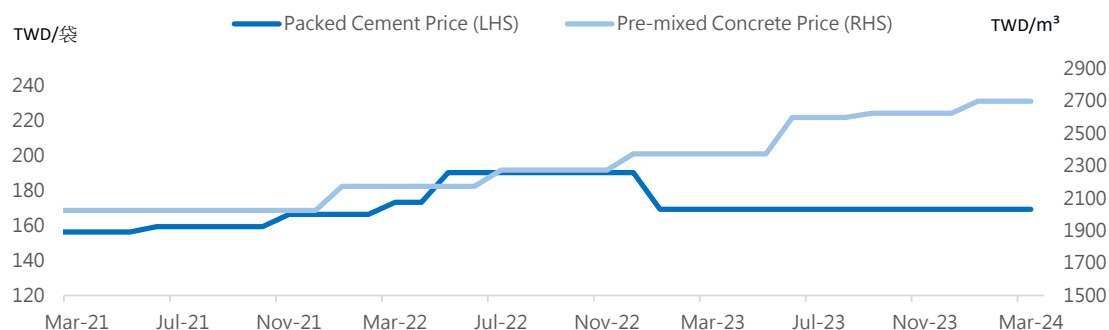
台灣水泥市場受惠舊有建案進行、政府公共工程推動，需求相對穩定，且動力煤價格持穩於 130-140 美元，預估 2024 年亞泥台灣部門獲利維持 32-34 億元高檔水準(vs 2023 年 34.4 億元)，不過建照核發面積 2023 年減 18%、水泥需求年減 3%，認為國內水泥需求進入高原整理期。

圖 7：亞泥主營地區錯峰生產天數

	2024	2023	差異
江西	110	100	+10
湖北	70	60	+10
四川	140+	130+	+10
江蘇	80	80	-

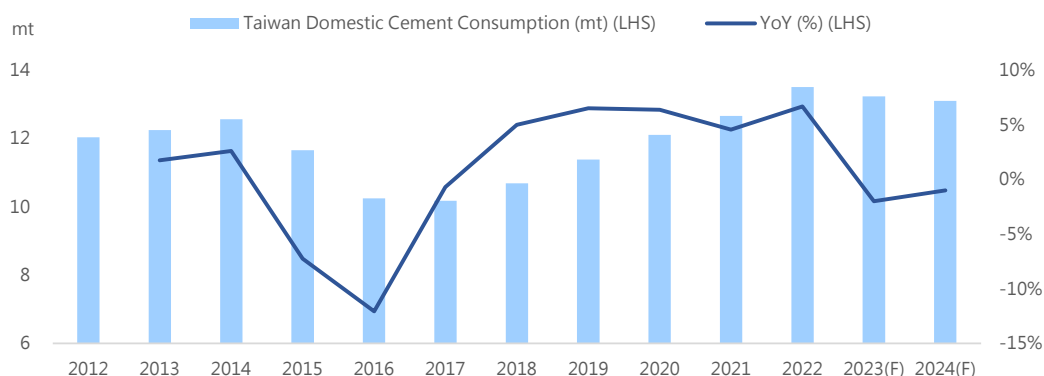
資料來源：亞泥法說會、數字水泥網、元大投顧

圖 8：國內水泥/預拌混凝土價格走勢



資料來源：CMoney、元大投顧

圖 9：2023 年國內水泥需求年減 3%



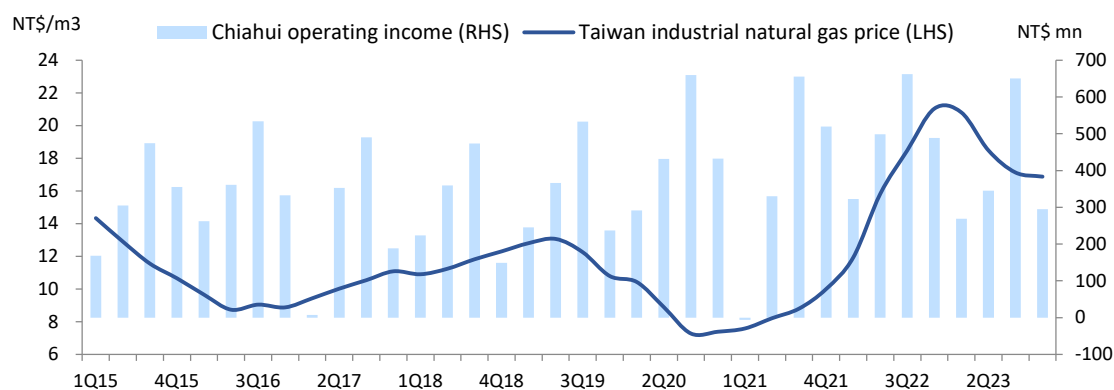
資料來源：台灣區水泥工業同業公會、元大投顧

2024 年電力部門受惠天然氣價下滑估獲利提升；不鏽鋼部門獲利仍艱辛

分析嘉惠電廠台電購電費率結構，天然氣價格下跌有助於其獲利表現，中油天然氣價格自 2023 以來逐步走低，1Q24 均價年減 20%，預期 2024 年嘉惠電廠獲利 19-20 億元(vs 2023 年 15.6 億元)。

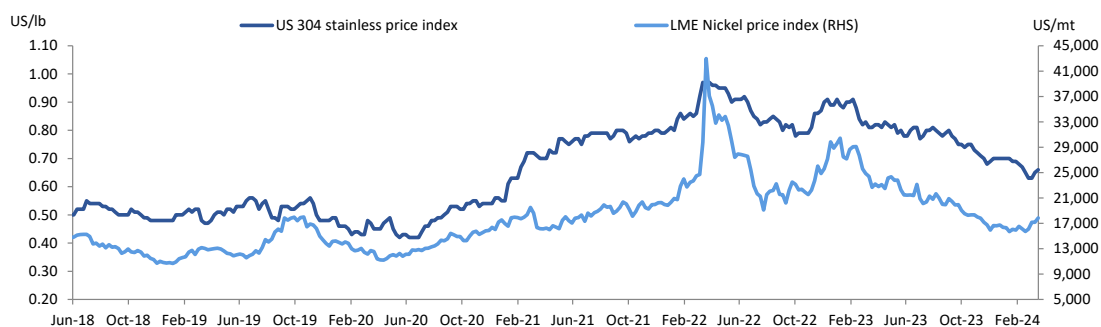
不鏽鋼需求持續維持低檔，由於中國復甦疲弱、歐美製造業動能減緩、印尼鎳冶煉廠新產能陸續開出，我們認為後續金屬價格大幅上漲不易，使不鏽鋼產品報價承壓，在價量皆難以回升的狀況下，預期 2024 亞泥不鏽鋼部門獲利維持損平邊緣(vs 2023 年 1.4 億元)，靜待需求改善。

圖 10：嘉惠電廠營業利益與中油天然氣價格



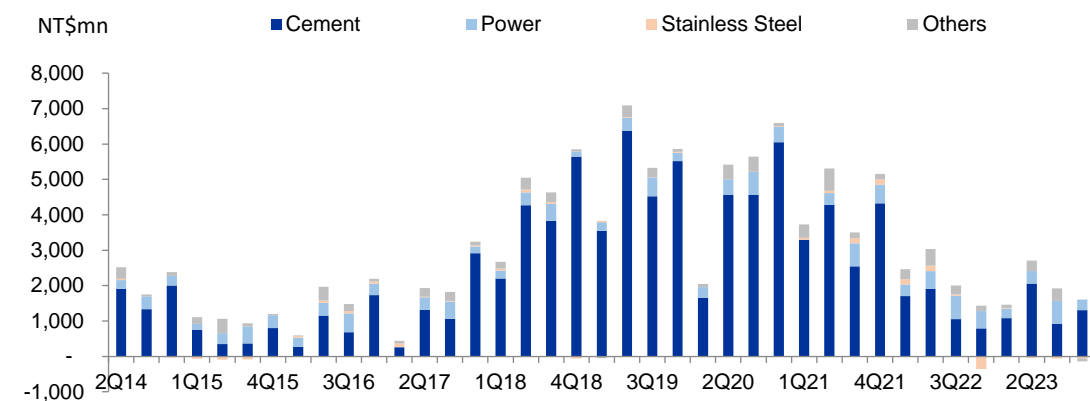
資料來源：中油、TEJ、元大投顧

圖 11：鎳價與不鏽鋼價格走跌



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 12：亞泥營業利益分佈



資料來源：TEJ、元大投顧

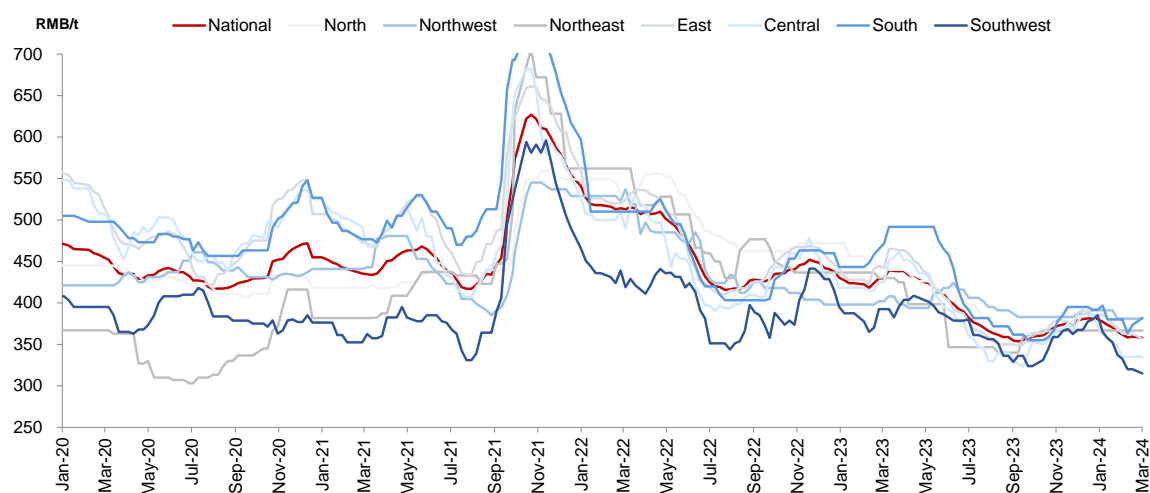
產業概況

中國房地產需求疲弱、錯峰生產難以扭轉供需失衡，水泥價量弱勢運行

2021 年中旬由於中國能耗雙控以及限電措施大幅壓縮水泥供給，中國水泥均價大漲至 627 元/噸，隨後在總體經濟放緩、防疫政策、房地產需求轉弱等雜音影響下，供需情形惡化，2022/2023 年中國水泥需求下滑 10%/3%，創下十年來最低點，儘管企業積極錯峰停窯，仍難抵銷需求銳減的負面影響，2022 年至今水泥價格呈現下跌格局，2022/2023 年庫容比平均水位回升至 68%/71%，2022 年/2023 年均價下跌 4%/15%至 464/394 元/噸。

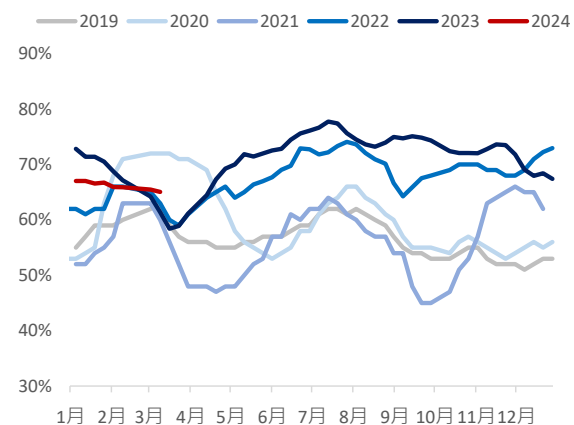
展望 2024 年，由於 2023 年中國水泥行業獲利年減 54.8%，更有部份中國水泥廠已陷虧損，因此推估中國水泥價格後續下跌空間有限，預期持續下行但跌幅收斂，儘管中國政府逐步放寬房產限制並祭出刺激政策，我們認為中國房市低迷的現象短期內難見復甦，水泥報價及出貨量同步承壓，預期 2024 年中國水泥需求年減 0-2%，價格偏向 L 型弱勢復甦，價量展望皆不樂觀。

圖 13：水泥價格自 2022 年初至今向下整理



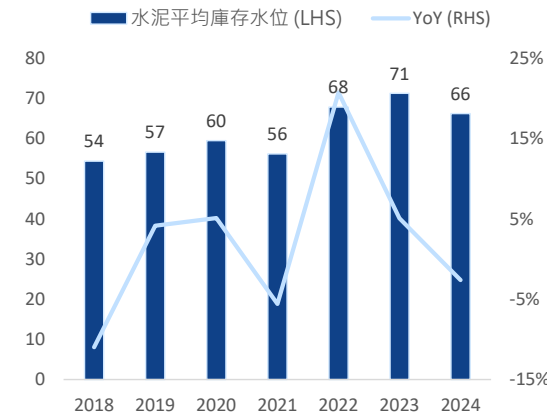
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 14：中國水泥庫容比位於六年同期高檔



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 15：中國水泥庫容比年平均攀升



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

需求側 – 中國房市短期難見復甦，估 2024 年中國水泥需求下滑低個位數

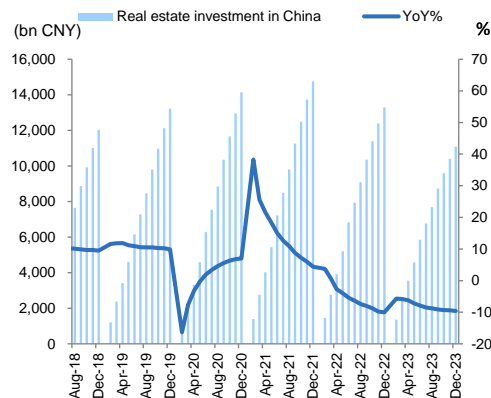
通膨、升息令資金成本高漲抑制民眾購屋意願，中國 2022 年中旬起更爆發爛尾樓事件和房企債務問題，2023 年中國新屋開工年減 23%、房地產投資額年減 10%，儘管中國政府為提振房地產市場需求並穩定市場預期，陸續放寬舊有房市政策並積極救市，如認房不認貸、降低購買首套住房貸款利率、延長金融 16 條適用期限等，有助於房市築底，但我們認為房地產泡沫化的問題仍需要時間調整方能重回成長，使水泥需求量承壓；基礎建設部分，中國雖依照十四五計畫大力推動新基建，使 2023 基礎建設投資完成額年增 8%，仍為中國水泥需求主要動力，然依舊難以抵銷房地產弱勢所造成的需求量下滑，2023 年中國水泥需求年減 3%，預期 2024 年將年減 0-2%至 20 億噸。

供給側 – 錯峰生產力度加大仍難以扭轉供需失衡，期待落後產能加速淘汰

由於中國房市疲軟導致需求急遽下滑，2022-2023 年中國各地區紛紛加大減產天數，在中國 19 個水泥主要生產省分中，至少 60%以上全年停工時間超過 100 天，30%以上全年停工天數更超過 150 天，目前開工率僅 60%。然儘管整體減產政策力道較 2022 年提升，全國平均水泥庫容比依舊達 71%，為六年同期高檔，顯示錯峰生產難以扭轉供過於求的問題。展望 2024 年，考量目前庫容比仍舊居高不下、需求衰退，我們認為錯峰生產力度將會維持或加大力道，以求在 L 型弱勢復甦之時期維持價格與利潤。

中國全國水泥產能總計逾近 35 億噸，惟需求高峰僅 25 億噸，需仰賴進一步的行業整合以解決長期產能過剩的問題。在獲利低谷期，已見到部分中國水泥企業因虧損退場、尋求併購，我們認為在水泥產業下行周期期間，也提供了中國水泥供給端整併的契機，加上中國政府持續嚴格執行產能置換、碳中和政策推出亦將限制供給端的成長，老舊產能、規模較小之企業有望加速淘汰或整合，有利於未來大型水泥廠營運表現。

圖 16：中國房地產投資 2023 年年減 9.6%



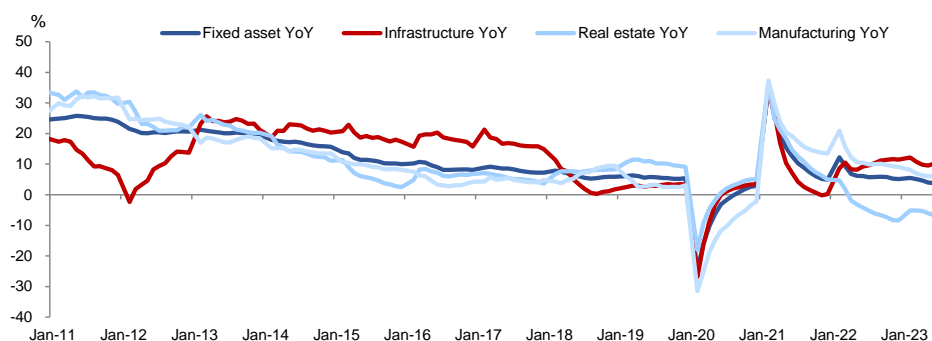
資料來源：Wind、元大投顧

圖 17：中國新屋開工面積 2023 年年減 23%



資料來源：Wind、元大投顧

圖 18：中國 2023 基礎建設投資完成額年增 8%



資料來源：Wind、元大投顧

國內房市降溫，基礎建設需求穩定支撐國內水泥需求

2017 年起，受惠於 1) 政府解除信用管制；2) 中美貿易戰使台商回流建廠需求增溫；3) 大幅降息使房貸利率低檔，房地產市況轉趨熱絡，我國核發建築物建造執照總樓地板面積連年走升，於 2016 年落底後自 2,988 萬平方公尺成長至 2022 年 4,583 萬平方公尺，年複合成長率達 8.9%。然自 2021 年底開始，我國政府陸續祭出打房政策，如實價登錄 2.0、房地合一稅 2.0、限貸令等，主要內容包含更完整的資訊揭露、短期房地產交易課徵稅率提高、降低購屋貸款成數等，2023 年開始實施主要打擊預售屋市場的「平均地權條例」、2024 年 7 月亦有囤房稅 2.0 將上路，加上在通膨、升息等總經雜音下，資金成本高漲抑制民眾購屋意願，預期我國房市長期緩步降溫，不利於未來國內水泥用量。

公共建設方面，政府持續推動及執行各項公共建設計畫和標案，根據國發會資料，2023 年度公共建設總預算達 5,870 億元(年增 35.9%)，截至 10 月底預算達成率 71.7%，預計將會持續挹注今年年底基礎建設動能；同時，行政院在 8 月份通過 2024 年度預算案，總預算中編列公共建設預算 1,928 億元，加計前瞻基礎建設第 4 期特別預算 844 億元、營業與非營業特種基金 3,114 億元，整體 2024 年公共建設預算將微幅年增至 5,886 億元，我們認為基礎建設需求持續穩定，我們認為基礎建設需求持續穩定，仍支撐國內水泥需求。

圖 19：近年打房政策統整

政策名稱	實施重點	當前情況
囤房稅 2.0	<ul style="list-style-type: none">調高法定稅率上限至 4.8%出租申報所得可調降稅率至最低 2.4%繼承非自願共有者可調降稅率至最低 2.4%建商在超過兩年未出售將調高稅率至最高 4.8%	2024 年 7 月 1 日實施
平均地權條例	<ul style="list-style-type: none">禁止預售屋、新屋、換約轉售管制私法人購屋，改採許可制預售屋解約需在 30 天內申報	2023 年 7 月 1 日實施
選擇性信用管制 (限貸令)	<ul style="list-style-type: none">公司法人購置住宅，最高貸款 4 成自然人第 3、4 戶，最高貸款 4 成自然人購置高價住宅，最高貸款 4 成	2021 年 12 月 27 日實施
房地合一稅 2.0	<ul style="list-style-type: none">持有 2 年內，課稅 45%超過 2 年未逾 5 年，課稅 35%超過 5 年未逾 10 年，課稅 20%	2021 年 7 月實施
實價登錄 2.0	<ul style="list-style-type: none">申報時需完整揭露門牌、地號預售屋成交後 30 天內須申報預售屋買賣契約須備查	2021 年 7 月實施

資料來源：海悅廣告、元大投顧

獲利調整與股票評價

中國水泥價格低檔，下修 2024 年 EPS 12%，維持持有評等

中國水泥 2H23 價格跌幅遠大於我們前次預期，旺季水泥價格回升幅度亦低於預期，使 2023 年營業利益低於預期 16.6%；同步下修 2024 年中國水泥均價及噸毛利，估中國水泥事業獲利至 24-26 億元(前次預期 37-39 億元)，下修 2024 年營業利益 16.1%至 8.34 億元(年減 10.5%)、下修 EPS 12.0%至 2.92 元(年減 10.1%)。

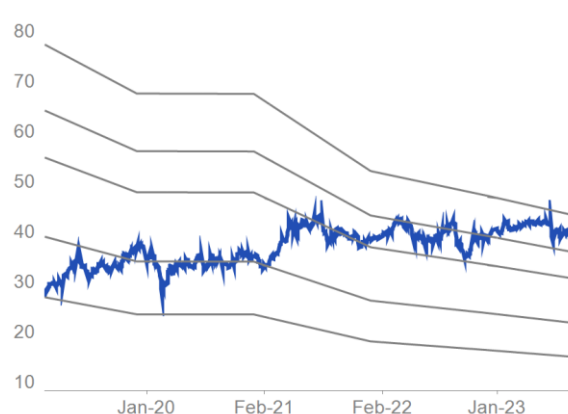
亞泥過去 5 年本淨比多介於 0.8-1.1 倍(平均 1.0 倍)，在中國房市熱絡、水泥需求暢旺時，P/B 普遍位於 1 倍以上，2021 年能耗雙控使水泥報價大漲，P/B 一度大漲至 1.2 倍。亞泥目前股價位於 0.85 倍 2024 年每股淨值，儘管國內水泥獲利持穩，但基於我們悲觀看待中國房市前景使中國水泥價量承壓，評價維持 0.9 倍 2024 年每股淨值(近五年內區間下緣)，推得目標價 43 元，給予持有評等，建議等到中國房市問題改善，水泥重返上升循環後再行布局。

圖 20：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	80,183	82,793	78,395	82,047	-3.2%	-4.5%
營業毛利	10,437	11,649	11,408	12,734	-10.4%	-10.4%
營業利益	7,460	8,943	8,344	9,950	-16.6%	-16.1%
稅前利益	13,936	15,249	12,726	14,462	-8.6%	-12.0%
稅後淨利	10,760	11,952	9,671	10,991	-10.0%	-12.0%
調整後 EPS (元)	3.25	3.61	2.92	3.32	-10.0%	-12.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	13.0%	14.1%	14.6%	15.5%	-1.1	-1.0
營業利益率	9.3%	10.8%	10.6%	12.1%	-1.5	-1.5
稅後純益率	13.4%	14.4%	12.3%	13.4%	-1.0	-1.1

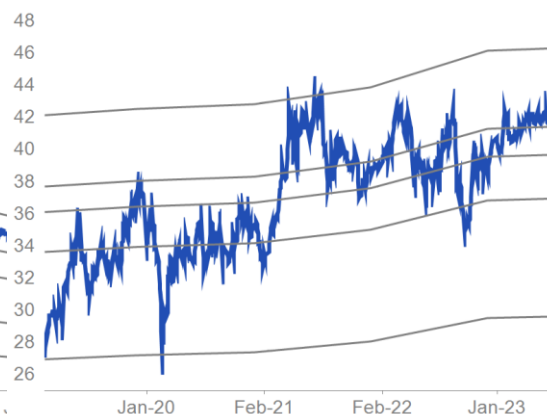
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：亞泥法說會、元大投顧

圖 22：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：Wind、元大投顧

圖 23：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
亞泥	1102 TT	持有-超越同業	41.1	4,555	3.63	3.28	2.92	11.3	12.5	14.1	(22.8)	(9.4)	(11.1)
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	18.6	16,797	3.4	3.0	3.4	5.5	6.3	5.5	(56.1)	(13.1)	14.6
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.9	1,678	0.3	0.3	0.3	6.7	7.2	5.5	(75.1)	(6.6)	30.3
中建材	3323 HK	未評等	3.5	3,889	1.1	0.7	1.0	3.3	5.1	3.7	(54.9)	(35.4)	37.3
國際同業平均					1.6	1.3	1.6	5.2	6.2	4.9	(62.0)	(18.3)	27.4
國內同業													
環泥	1104 TT	未評等	25.7	540	3.0	2.7	--	8.5	9.4	--	87.6	(9.5)	--
國內同業平均					3.0	2.7	--	8.5	9.4	--	87.6	(9.5)	--

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 24：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
亞泥	1102 TT	持有-超越同業	41.1	4,555	6.9	5.8	5.0	45.35	47.70	47.97	0.9	0.9	0.9
國際同業													
海螺水泥	0914 HK	未評等	18.6	16,797	8.6	7.8	8.5	39.2	38.8	40.9	0.5	0.5	0.5
華潤水泥	1313 HK	未評等	1.9	1,678	3.7	4.1	5.2	7.1	7.3	7.5	0.3	0.3	0.3
中建材	3323 HK	未評等	3.5	3,889	7.7	4.7	6.5	16.5	14.3	15.1	0.2	0.2	0.2
國際同業平均					6.7	5.5	6.7	20.9	20.1	21.1	0.3	0.3	0.3
國內同業													
環泥	1104 TT	未評等	25.7	540	10.2	--	--	31.1	--	--	0.8	--	--
國內同業平均					10.2	--	--	31.1	--	--	0.8	--	--

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 25：季度及年度簡明損益表 (合併)

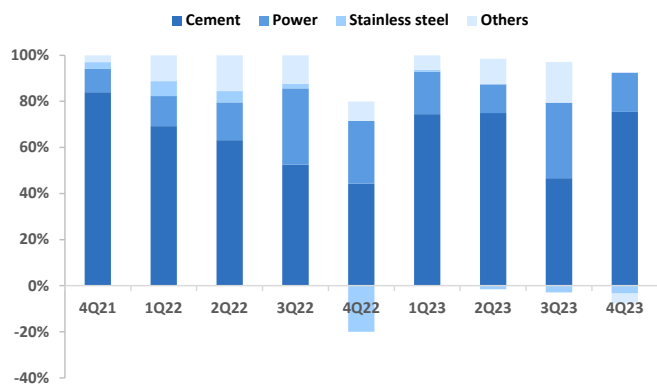
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	19,209	21,136	19,894	19,944	17,176	20,202	19,761	21,256	80,183	78,395
銷貨成本	(17,229)	(17,784)	(17,085)	(17,647)	(15,052)	(17,099)	(16,903)	(17,933)	(69,746)	(66,987)
營業毛利	1,980	3,352	2,809	2,297	2,124	3,103	2,858	3,323	10,437	11,408
營業費用	(520)	(683)	(944)	(830)	(562)	(717)	(937)	(846)	(2,977)	(3,063)
營業利益	1,459	2,669	1,865	1,467	1,562	2,385	1,920	2,477	7,460	8,344
業外利益	1,724	2,857	1,414	481	899	1,772	1,177	533	6,476	4,382
稅前純益	3,184	5,526	3,279	1,948	2,461	4,157	3,097	3,010	13,936	12,726
所得稅費用	(416)	(1,129)	(639)	(667)	(492)	(831)	(619)	(602)	(2,852)	(2,545)
少數股東權益	79	233	(67)	(45)	98	166	124	120	201	509
歸屬母公司稅後純益	2,688	4,164	2,706	1,326	1,871	3,159	2,354	2,288	10,883	9,671
調整後每股盈餘(NT\$)	0.81	1.26	0.82	0.40	0.56	0.95	0.71	0.69	3.28	2.92
調整後加權平均股數(百萬股)	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313	3,313
重要比率										
營業毛利率	10.3%	15.9%	14.1%	11.5%	12.4%	15.4%	14.5%	15.6%	13.0%	14.6%
營業利益率	7.6%	12.6%	9.4%	7.4%	9.1%	11.8%	9.7%	11.7%	9.3%	10.6%
稅前純益率	16.6%	26.1%	16.5%	9.8%	14.3%	20.6%	15.7%	14.2%	17.4%	16.2%
稅後純益率	14.0%	19.7%	13.6%	6.7%	10.9%	15.6%	11.9%	10.8%	13.6%	12.3%
有效所得稅率	13.1%	20.4%	19.5%	34.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.5%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-20.8%	10.0%	-5.9%	0.3%	-13.9%	17.6%	-2.2%	7.6%		
營業利益	35.8%	82.9%	-30.1%	-21.3%	6.5%	52.7%	-19.5%	29.0%		
稅後純益	341.3%	54.9%	-35.0%	-51.0%	41.1%	68.8%	-25.5%	-2.8%		
調整後每股盈餘	341.3%	54.9%	-35.0%	-51.0%	41.1%	68.9%	-25.5%	-2.8%		
年增率(%)										
營業收入	-2.4%	-13.7%	-9.3%	-17.7%	-10.6%	-4.4%	-0.7%	6.6%	-11.2%	-2.2%
營業利益	-40.8%	-11.9%	-6.8%	36.5%	7.1%	-10.6%	3.0%	68.8%	-13.0%	11.8%
稅後純益	6.1%	-6.6%	-38.7%	117.7%	-30.4%	-24.1%	-13.0%	72.5%	-12.0%	-8.2%
調整後每股盈餘	6.1%	-6.6%	-38.7%	117.6%	-30.4%	-24.1%	-13.0%	72.6%	-9.4%	-11.1%

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

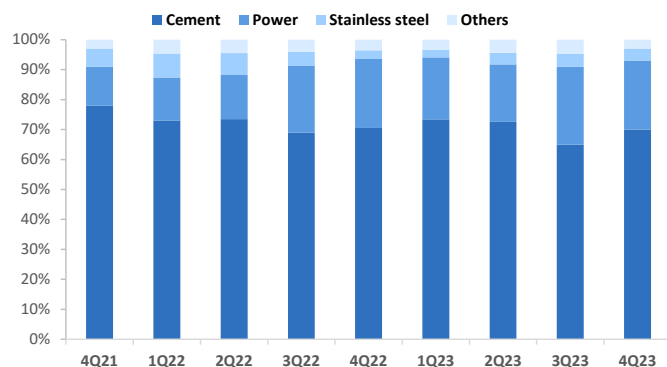
亞洲水泥創立於 1957 年，為國內第二大、中國第十大水泥製造商，台灣與中國年產能分別為 500 萬及 3300 萬公噸，同時擁有天然氣電廠與不鏽鋼廠等子公司。轉投資事業包括山水水泥(持有 17.5%股份)、遠東集團下之遠東新世紀(23.8%)與裕民航運(39.3%)。

圖 26：各部門營業利益組成



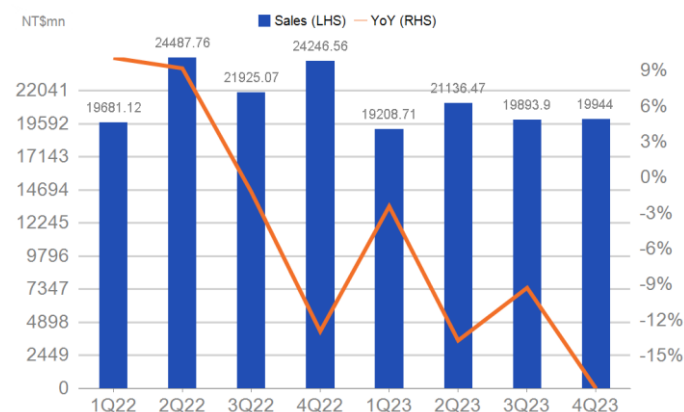
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 27：營收組成



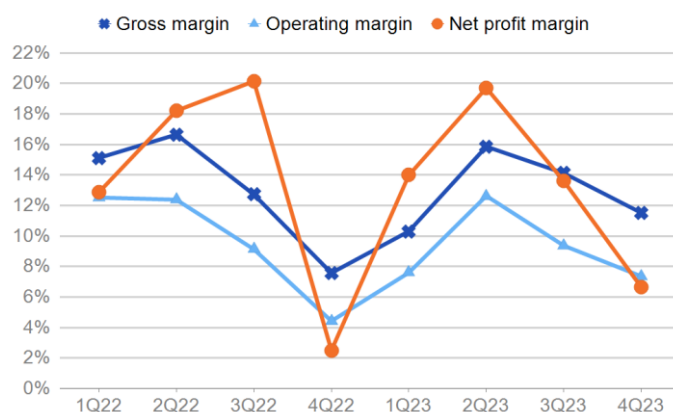
資料來源：公司資料

圖 28：營收趨勢



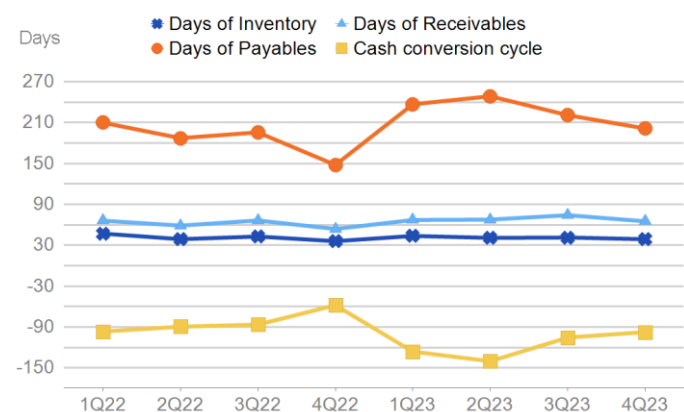
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：毛利率、營益率、淨利率



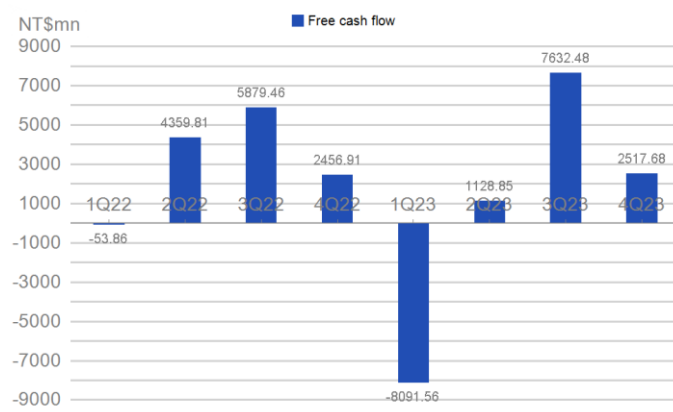
資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：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：** 亞泥整體的 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微落後的位置，但在建築材料行業中的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 亞泥的整體曝險屬於高等水準，且與建築材料行業的平均水準相近。公司較需要改善的 ESG 議題包含碳自有營運等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 亞泥在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。該公司的溫室氣體減量計畫是充足的。此外，它還揭露了範圍 1 和 2 排放數據，並提供了範圍 3 排放的相關資訊。此外，過去三年碳強度趨勢保持相對穩定

圖 32：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	26.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	48.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	51.9
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/3/18)

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

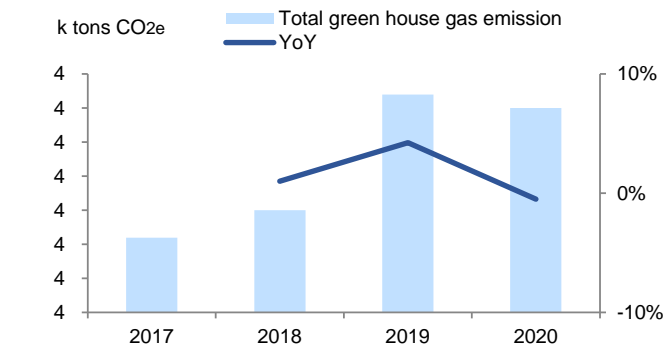
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

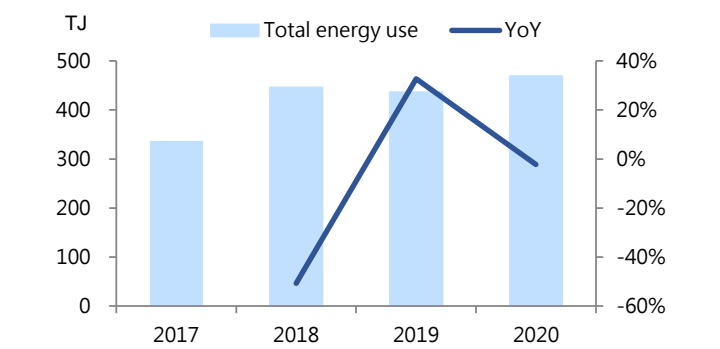
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 33：溫室氣體排放



資料來源：公司資料、Reuters

圖 34：節能績效



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	33,451	43,486	33,230	43,548	39,240
存貨	8,813	8,668	7,611	8,373	8,324
應收帳款及票據	14,427	13,992	12,899	11,813	11,872
其他流動資產	49,264	45,303	68,602	49,706	45,136
流動資產	105,956	111,450	122,341	113,441	104,572
採用權益法之投資	88,108	91,718	94,001	98,701	103,636
固定資產	41,432	39,796	39,341	44,474	50,345
無形資產	6,969	6,789	6,507	6,572	6,638
其他非流動資產	74,591	74,490	74,537	77,003	79,594
非流動資產	211,100	212,793	214,386	226,750	240,213
資產總額	317,056	324,243	336,727	340,190	344,784
應付帳款及票據	12,502	10,768	10,197	9,543	9,487
短期借款	23,700	28,693	34,782	31,404	31,718
什項負債	34,880	31,502	37,654	33,709	33,969
流動負債	71,082	70,963	82,633	74,656	75,173
長期借款	7,050	10,416	10,004	11,595	11,711
其他負債及準備	58,650	58,631	52,225	58,832	59,545
長期負債	65,701	69,047	62,230	70,427	71,256
負債總額	136,783	140,010	144,863	145,084	146,429
股本	35,456	35,459	35,466	35,466	35,466
資本公積	5,986	6,006	8,574	8,574	8,574
保留盈餘	115,000	115,195	117,910	112,950	116,199
什項權益	485	4,157	7,220	13,154	10,657
歸屬母公司之權益	156,927	160,817	169,170	170,144	170,896
非控制權益	23,346	23,416	22,694	24,963	27,459
股東權益總額	180,273	184,233	191,864	195,107	198,355

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	17,528	12,597	11,084	10,180	10,524
折舊及攤提	4,930	4,769	4,756	1,874	2,142
本期營運資金變動	(303)	116	1,234	(536)	(218)
其他營業資產及負債變動	(13,558)	(2,174)	(9,804)	(2,186)	(2,508)
營運活動之現金流量	8,597	15,309	7,269	9,333	9,940
資本支出	(3,250)	(2,666)	(4,082)	(6,707)	(7,713)
本期長期投資變動	3,235	3,610	505	(5,045)	(5,084)
其他資產變動	(1,648)	111	(10,080)	(300)	(300)
投資活動之現金流量	(1,663)	1,055	(13,656)	(12,051)	(13,097)
股本變動	1,841	4	0	0	0
本期負債變動	32,983	5,835	5,401	1,440	1,457
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(11,934)	(12,055)	(8,158)	(7,446)	(7,801)
其他調整數	(21,924)	(1,200)	(719)	0	0
融資活動之現金流量	966	(7,417)	(3,476)	(6,006)	(6,344)
匯率影響數	(360)	1,089	0	0	0
本期產生現金流量	7,539	10,036	(9,863)	(8,725)	(9,501)
自由現金流量	5,347	12,642	6,515	431	632

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	90,333	90,341	80,183	78,395	78,788
銷貨成本	(69,152)	(78,585)	(69,746)	(66,987)	(66,591)
營業毛利	21,181	11,755	10,437	11,408	12,197
營業費用	(3,495)	(3,184)	(2,977)	(3,063)	(3,146)
推銷費用	0	0	0	0	0
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(2,856)	(3,324)	(3,272)	(3,063)	(3,146)
其他費用	(639)	140	295	0	0
營業利益	17,686	8,571	7,460	8,344	9,051
利息收入	808	946	954	1,594	1,594
利息費用	(969)	(1,296)	(1,772)	(1,849)	(1,849)
利息收入淨額	(161)	(350)	(819)	(255)	(255)
投資利益(損失)淨額	6,319	4,311	2,493	2,186	2,508
匯兌損益	(162)	604	(29)	(340)	0
其他業外收入(支出)淨額	(1,748)	2,060	4,831	2,790	1,851
稅前純益	21,934	15,197	13,936	12,726	13,155
所得稅費用	(4,406)	(2,600)	(2,852)	(2,545)	(2,631)
少數股權淨利	2,460	581	201	509	98
歸屬母公司之稅後純益	15,068	12,016	10,883	9,671	10,426
稅前息前折舊攤銷前淨利	27,758	21,261	12,216	10,218	11,193
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.70	3.63	3.28	2.92	3.15

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	15.4	0	(11.2)	(2.2)	0.5
營業利益	(10.1)	(51.5)	(13.0)	11.8	8.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	(8.3)	(23.4)	(42.5)	(16.4)	9.5
稅後純益	(6.6)	(28.1)	(12.0)	(8.2)	3.4
調整後每股盈餘	(0.1)	(22.8)	(9.4)	(11.1)	7.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.5	13.0	13.0	14.6	15.5
營業利益率	19.6	9.5	9.3	10.6	11.5
稅前息前淨利率	23.2	15.4	9.3	10.6	11.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	30.7	23.5	15.2	13.0	14.2
稅前純益率	24.3	16.8	17.4	16.2	16.7
稅後純益率	16.7	13.3	13.6	12.3	13.2
資產報酬率	5.7	3.9	3.4	3.0	3.1
股東權益報酬率	10.0	6.9	5.8	5.0	5.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	75.9	76.0	10.8	15.4	20.3
淨負債權益比(%)	(1.5)	(2.4)	6.0	(0.3)	2.1
利息保障倍數 (倍)	23.6	12.7	8.9	7.9	8.1
流動比率 (%)	149.1	157.1	148.1	152.0	139.1
速動比率 (%)	134.0	143.4	138.8	140.7	128.0
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,701)	(4,378)	11,557	(549)	4,189
調整後每股淨值 (NT\$)	44.26	45.35	47.70	47.97	48.19
評價指標 (倍)					
本益比	8.8	11.3	12.5	14.1	13.1
股價自由現金流量比	25.5	10.8	20.9	315.9	215.5
股價淨值比	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	4.9	6.4	11.2	13.3	12.2
股價營收比	1.5	1.5	1.7	1.7	1.7

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。

亞泥 (1102 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>.