

台泥 (1101 TT) Taiwan Cement

多元佈局有目共睹，惟傳統水泥前景保守、綠能獲利尚需時間

持有-超越同業 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$35.0

收盤價 (2024/03/26) : NT\$31.6

隱含漲幅 : 10.8%

營收組成 (2023)

中國+台灣水泥 65%/電力 25%/綠能 10%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	--
目標價 (NT\$)	35.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	142.1	--
2024年EPS	1.6	--

交易資料表

市值	NT\$244,550百萬元
外資持股比率	16.7%
董監持股比率	7.3%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$31.85
負債比	45.9%
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	113,930	109,314	142,137	160,943
營業利益	1,162	10,030	20,068	22,757
稅後純益	5,405	7,998	12,139	13,538
EPS (元)	0.76	1.06	1.60	1.79
EPS YoY (%)	-76.9	38.6	51.8	11.5
本益比 (倍)	41.4	29.8	19.7	17.6
股價淨值比 (倍)	1.1	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	1.8	3.3	4.7	5.0
現金殖利率 (%)	1.6%	3.2%	3.5%	3.8%
現金股利 (元)	0.50	1.00	1.10	1.20

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 保守看待中國房市前景，水泥價量承壓使中國水泥事業難以轉盈。

◆ 積極擴展海外低碳水泥，Oyak&Cimpor 列入合併主體將帶動 2024 年三率三升，預期貢獻 EPS 0.8-0.9 元，對傳統水泥事業依賴度下降。

◆ 正向看待公司轉型綠色事業，惟稼動率及滲透率尚難提升，電池及儲能事業持續虧損，評價給予 1.1 倍 2024 年每股淨值，建議持有。

中國水泥需求與報價低檔運行，獲利難見曙光

中國房地產危機使 2023 年水泥需求年減 4%、台泥水泥報價年減 10%，儘管房產限制逐步放寬，我們仍保守看待中國房市前景，減產力度加大難以扭轉水泥供需失衡，報價及出貨量承壓，不過動力煤價格持穩於 900-1000 人民幣/噸，使 2024 年中國水泥部門虧損有望收斂；台灣水泥部門出貨量持穩，但房地產退燒下推升獲利動能不再，預期 2024 年傳統水泥營業利益 45-47 億元(年增 20-25%)，大幅低於 2019-2021 年 160-240 億元的獲利水準。

積極擴展海外低碳水泥版圖，新事業併表帶動 2024 年三率三升

台泥對歐洲低碳水泥(Oyak&Cimpor)的擴大投資已完成交割，本中心假設於 2Q24 併入合併報表，預期合併後傳統水泥營收將由 60%下降至 40%，使公司對成長動能缺乏的亞洲水泥事業依賴度下降；推估 Oyak&Cimpor 毛利率高於 30%，遠優於台泥 2023 年毛利率 19%，預期使台泥毛利率/營益率由 2023 年的 19%/9%提升到 2024-25 年約 24%/14%，但在預期中國事業拖累、綠能虧損未收斂下，認為營益率難以回升到 2019-2020 年 25%以上的高峰水準，預期貢獻 EPS 0.8-0.9 元，帶動 2024 年 EPS 年增 51.8%至 1.60 元。

多元佈局有目共睹，惟綠能事業尚難轉盈、傳統水泥前景保守

電力及能源部門為台泥未來策略發展方向，目前主要獲利來自和平電力，考量目前煤價持穩，預期未來獲利回歸常態，惟台電收購電價將下調以反應 2023 年下跌的原料成本，使和平電廠營收及獲利壓縮；其他綠能事業在投資初期稼動率及滲透率尚難提升，大部分仍陷虧損，其中電池事業面臨殺價競爭和高資本支出、NHOA 因充電樁利用率低，虧損逐季增加。因此儘管我們正向看待公司轉型綠色事業的努力，且新事業體併表將帶動公司獲利成長，但基於我們較悲觀看待中國房市前景、綠能業務近兩年內難以轉盈，給予持有評等，評價給予 1.1 倍 2024 年每股淨值(相當於歷史區間下緣)，目標價 35 元，建議觀察綠能事業放量轉盈時點，並留意新事業體獲利貢獻幅度。

目錄

營運概況－總結	3
營運概況－亞洲水泥事業	5
營運概況－歐非水泥事業	7
營運概況－電力及能源事業	10
財務結構分析	16
同業比較分析	19
產業概況－水泥	21
產業概況－能源	19
股票評價	27
公司簡介	30
ESG 分析	31
附錄：重要揭露事項	33

2023 年獲利改善主要來自和平電廠貢獻，水泥事業平淡，綠能虧損持續

台泥 4Q23 營收 283.48 億元(季增 5.0%/年減 18.2%)，低於市場預期 8.8%，推估主因中國水泥事業旺季不旺，4Q 中國水泥均價僅季增中個位數，低於過往旺季季增 15%以上之水準，低迷的房市亦使出貨量維持低檔；營業利益 34.34 億元(季增 12.1%/年增 47.1%)，低於市場預期 33.4%，季年雙增主因 1) ASP 上漲使噸毛利擴張(3Q23 噸毛利 -1 人民幣)，水泥部門獲利由 3Q23 0.53 億元改善至 11.68 億元(但相對 4Q22 15.7 億元低)；2) 和平電力 4Q23 獲利年增 43%至 22.07 億元；業外收益 3.83 億元，儘管權益法投資獲利 20.11 億元(主要來自歐非水泥事業)，然匯兌損失 10.7 億元侵蝕業外獲利；EPS 0.24 元(季增 44.5%/年減 35.5%)，低於市場預期 47.7%。

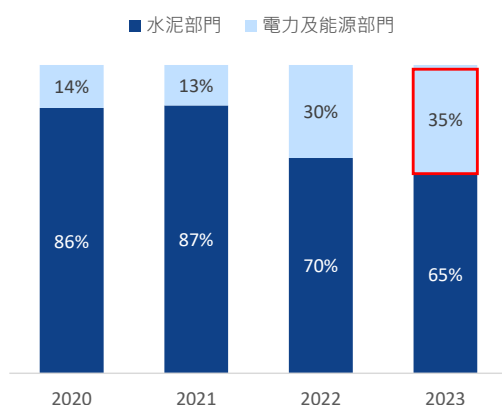
2023 年營業利益 100.3 億元(年增 763.1%)，其中 1) 本業獲利大增主要來自和平電廠獲利增加，受惠國際動力煤價大跌(均價下跌 42%)，2023 年和平電廠獲利 67.2 億元，相對 2022 年虧損 15 億元增加 82.2 億元；2) 水泥部門獲利 37.8 億元(年持平)，儘管國際動力煤價一路走跌，但在中國房市需求低迷下，水泥本業並無改善；3) 綠能事業虧損持續擴大；業外收益 43.3 億元(年減 21.1%)，主要來自轉投資歐非水泥 Cimpor 和 OYAK 貢獻達 35.6 億元(年增 29%)；稅後淨利 79.98 億元，EPS 1.06 元(年增 38.6%)。

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
						市場預估	市場
營業收入	34,655	27,002	28,348	5.0%	-18.2%	31,069	-8.8%
營業毛利	5,333	5,775	6,305	9.2%	18.2%	7,799	-19.2%
營業利益	2,335	3,062	3,434	12.1%	47.1%	5,159	-33.4%
稅前利益	3,805	3,277	3,817	16.5%	0.3%	4,774	-20.0%
稅後淨利	2,487	1,247	1,802	44.5%	-27.5%	3,445	-47.7%
調整後 EPS (元)	0.36	0.16	0.24	44.5%	-35.5%	0.48	-47.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	15.4%	21.4%	22.2%	0.9	6.9	25.1%	-2.9
營業利益率	6.7%	11.3%	12.1%	0.8	5.4	16.6%	-4.5
稅後純益率	7.2%	4.6%	6.4%	1.7	-0.8	11.1%	-4.7

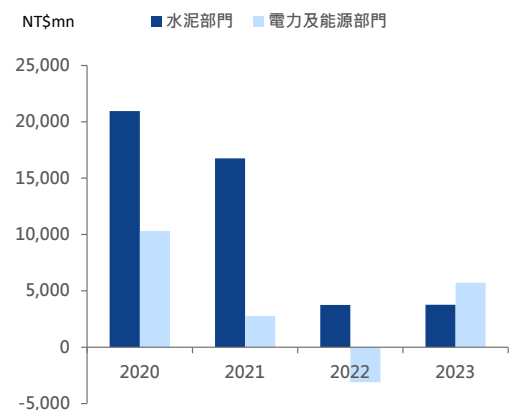
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：水泥部門營收占比 65%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：2023 年電力及能源損益超越水泥部門



資料來源：公司資料、元大投顧

新事業併表將帶動 2024 年獲利大增，然能源事業初期難獲利、傳統水泥前景保守

若未考慮併入 Oyak&Cimpor 的效益，我們預估台泥 2024/2025 年營收年減 6.7%/年增 5.8%，主因 1) 我們認為不振的亞洲水泥需求將持續成為台泥的累贅，預計 2024/2025 年台泥亞洲水泥部門營收呈中高/中低個位數衰退；2) 台泥著重發展的電力及能源部門(佔營收約 30%)，再生能源、儲能、電池事業發展逐步成熟帶動營收成長，但難以抵銷傳統水泥的負面影響，而 2025 年成長主要來自於綠能事業稼動率提升及無預估和平電廠歲修。不過考慮擴大投資的 Oyak&Cimpor 將於 1-2Q24 起併入合併報表，我們預計其將貢獻台泥約 30%的營收，預估台泥 2024/2025 年營收年增 30.0%/13.2% (vs. 過去五年營收複合年增長率為 -3%)。

獲利能力方面，若未考慮併入 Oyak&Cimpor 的效益，我們預估台泥 2024/2025 年營業利益年減 7%/2%，主因 1) 中國房市的低迷將使水泥價量承壓；2) 收購電價下調不利於和平電廠獲利；3) 綠能事業初期尚未具營運規模，預期近兩年持續虧損，其中電池事業受電池價格下跌和高資本支出使虧損擴大。不過因我們推估 Oyak&Cimpor 毛利率高於 30%，遠優於台泥 2023 年毛利率 18.8%，預期併表後台泥的毛利率和營益率將由 2023 年的 18.8%/9.2%提升到 2024-2025 年約 24%/14%，併表將帶動公司利潤率同步成長，但我們仍並不預期台泥的營益率能回升到 2019-2020 年期間 25%以上的高峰水準，綜上所述，預期 2024/2025 年 EPS 1.60 元/1.79 元(年增 51.8%/11.5%)。

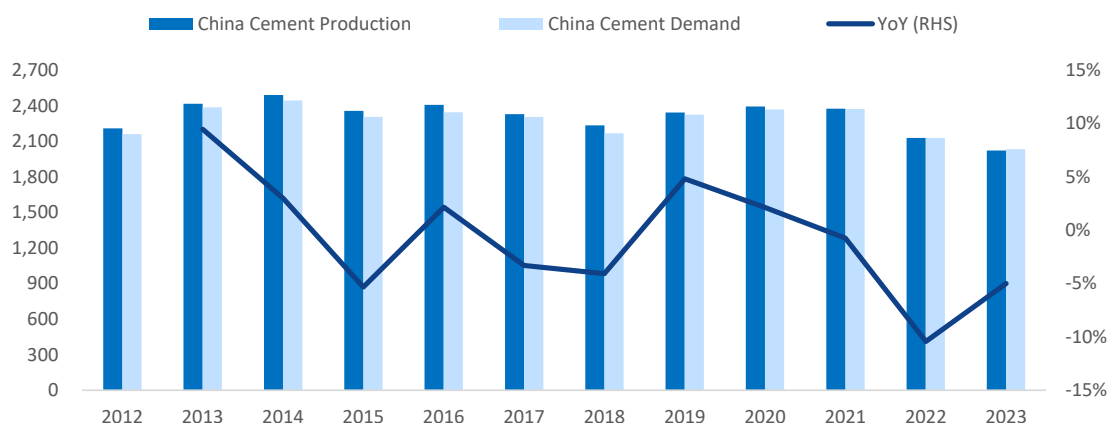
圖 4：台泥各部門損益及預估值

單位：百萬元 / 台幣	2020	2021	2022	2023	2024F
傳統水泥部門	20,961	16,751	3,745	3,773	4,500-4,700
電力及能源部門	10,305	2,765	(3,102)	5,713	4,600-4,800
歐非水泥事業 (OYAK&Cimpor)	762	1,265	2,760	3,560	6,700-6,900

註：歐非水泥 2020-2023 年為權益法投資，2024 年起併入合併報表，以稅後損益做計算。

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：2022 年/2023 年中國水泥需求年減 10%/4%，估 2024 年下滑 3%



資料來源：中國國家統計局、百川盈孚、元大投顧

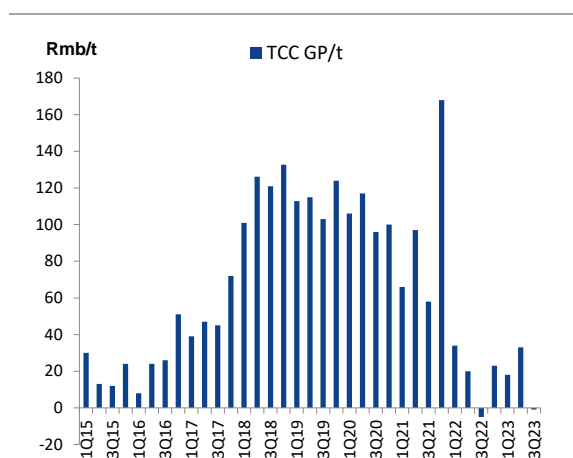
營運概況 – 亞洲水泥事業

台泥水泥事業(中國+台灣)事業 2023 年營收 686.2 億元(年減 11.3%)，佔全年營收 65%，其中中國廠區貢獻約 40%，台灣廠區貢獻約 25%；2023 年部門獲利 37.7 億元(年持平)，佔整體營業利益 38%。基於中國水泥事業展望保守價量維持弱勢、台灣水泥持穩，我們預期 2024 年台灣+中國水泥事業營收 630-660 億元(年減 5-8%)；營業利益 45-47 億元(年增 20-25%)，年增主因預期中國水泥事業虧損在動力煤價格持穩下有望收斂，但仍大幅低於 2019-2021 年 160-240 億元的獲利水準。

中國水泥需求與報價低檔運行，獲利難見曙光

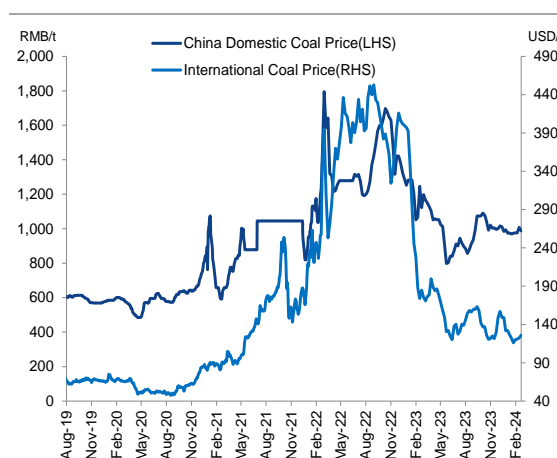
台泥於廣東、廣西、江蘇、遼寧、貴州、四川、重慶、湖南、雲南等地區設有水泥廠，合計產能 66mt，主要營運地區為兩廣地區和西南地區，為中國第七大水泥廠。由於通膨、升息使資金成本高漲抑制房市需求，中國 2022 年中旬起更爆發爛尾樓事件和房企債務問題，2023 年中國新屋開工年減 23%、房地產投資額年減 10%，中國水泥價格持續探底，即使各地區錯峰生產天數增加抑制供給量(2023 年中國水泥產量年減 4.5%)，仍難以抵銷需求低迷的負面影響，2023 年廣東/廣西/西南均價相對 2022 年下滑 7%/17%/8%。展望 2024 年，儘管中國政府逐步放寬房產限制並祭出刺激政策，我們認為中國房市低迷的現象短期內難見復甦，水泥報價及出貨量同步承壓，不過成本端動力煤價格持穩於 900-1000 人民幣/噸，預期 2024 年台泥中國水泥部門虧損有望收斂，但難以重回 2019-2021 年 100-200 億元的獲利高峰。

圖 6：台泥中國噸毛利大減



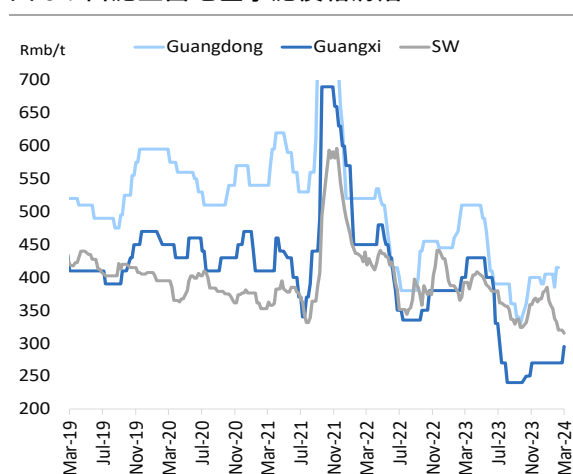
資料來源：台泥法說會、元大投顧

圖 7：動力煤價格緩降



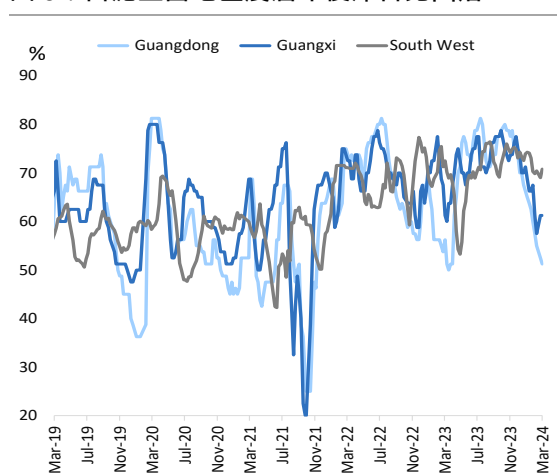
資料來源：Wind、元大投顧

圖 8：台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 9：台泥主營地區農曆年後庫容比回落



資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

國內水泥市場持穩惟高峰已過，獲利相對中國廠區穩健

台泥於台灣熟料產能約 10mt，為台灣第一大水泥廠。2022 年受惠台商回流、利率低檔，國內房地產市況熱絡，水泥用量達到高峰 1,350 萬噸，惟在政府打房、利率走升下，2023 年核發建造樓地板面積年減 18.3%至 3,744 萬平方公尺，明顯低於過去 6 年每年 10%左右的年成長率，新建房屋需求顯著放緩，不過舊有建案仍在進行，加上政府公共工程推動，使台灣水泥需求相對穩定，2023 年我國水泥消耗量年減 3%。

展望 2024 年，我國公共工程預算創下 10 年新高，包括捷運萬大線、桃機第三航廈、六都城市鐵路地下化等，惟打房政策不斷推出抑制房市發展，我們認為房市的放緩將造成國內水泥需求長期的緩步滑落，而非短期需求顯著衰退，預期 2024 年我國水泥消費量年減 1-2%。整體而言，我們認為 2024 年台灣水泥出貨量持穩，價格受惠 2022 年以來的漲價後維持穩定，且國際動力煤價緩降 (1Q23-4Q23 均價 242/160/149/136 美元/噸)，目前於 110-130 美元震盪，預估 2024 年台泥台灣部門獲利維持 60 億元左右的高檔水準。

圖 10：國內水泥/預拌混凝土價格走勢

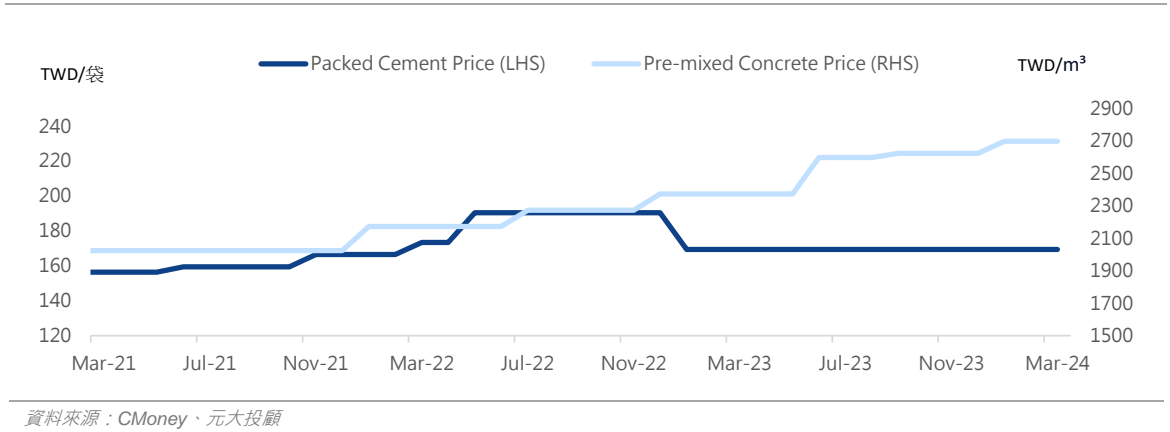
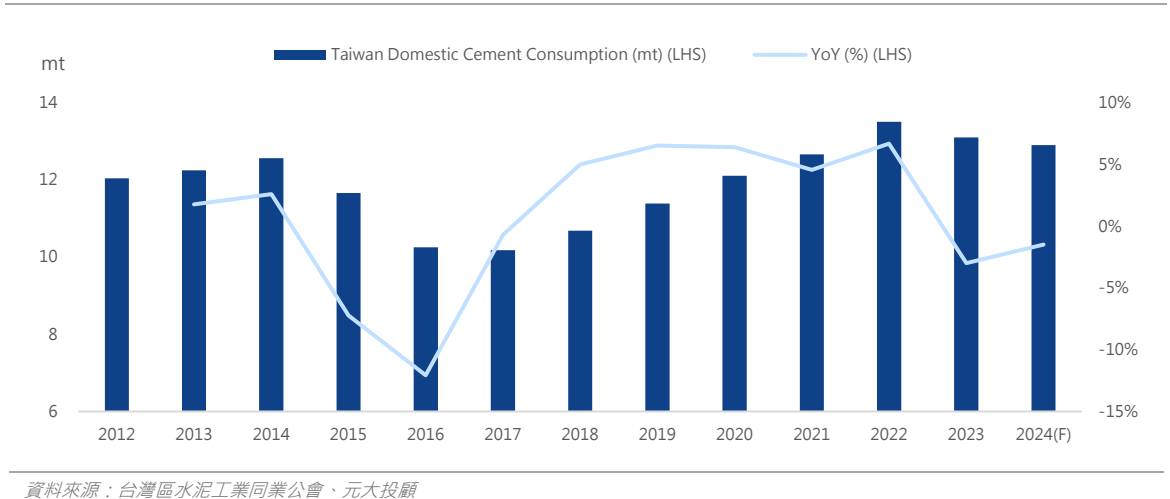


圖 11：2023 年台灣水泥需求年減 3%，估 2024 年下滑 1-2%

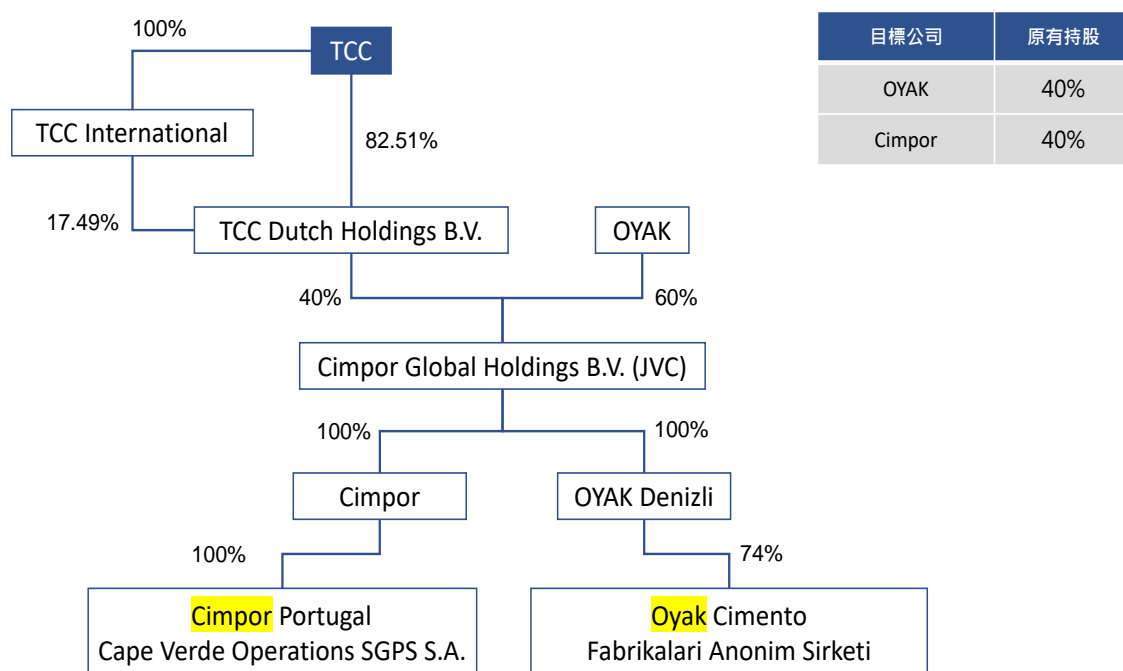


積極擴展海外低碳水泥版圖，對亞洲水泥事業依賴度下降

台泥積極布局全球水泥事業，進軍歐、亞、非水泥市場。2018 年台泥以 100% 持股之荷蘭子公司 TCC Dutch Holdings B.V. 與土耳其 OYAK 共同成立轉投資公司 JVC，台泥/OYAK 分別持股 JVC 40%/60%，JVC 擁有 OYAK 於土耳其全數水泥事業，包括 7 座水泥廠、67 座混凝土廠、50 個發貨站等，熟料產能 1,260 萬公噸，水泥產能 2,250 萬公噸，於土耳其市佔率約 19%（土耳其水泥產能近 12,000 萬噸）；2019 年 JVC 併購葡萄牙 Cimpor 水泥，取得熟料產能 500 萬公噸、水泥產能 1,260 萬噸，於葡萄牙市佔率約 30%，並進一步在非洲象牙海岸、卡麥隆建立粉磨廠，擴大全球化低碳水泥據點。

台泥投資土耳其主要著眼於土耳其戰略位置，除經營國內龐大需求外，亦擴展鄰近國家包括中東、北非等具有戰亂重建商機之市場。世界銀行預估災後重建需投入 5,000 億美元強化現有建築之抗震能力，及 1000 億美元重建震災受損建物，將會帶動土耳其水泥需求量將大增。綜合以上，土耳其水泥市場目前仍處成長階段，預期隨重建與國內建設需求將帶動土耳其市場持續成長。而歐洲水泥雖為成熟市場，進口量約佔歐盟水泥總消耗量 5%，但當 2026 年歐盟開始徵收碳邊境稅 CBAM，不管本地水泥或者進口水泥低碳都將成為進軍歐洲市場的主要競爭力，預期台泥此次收購 Cimpor 將成為低碳水泥供應商的領導者，有望於 CBAM 徵收後擴大市佔率。

圖 12：1Q24 以前台泥對 OYAK、Cimpor 持股結構



資料來源：公司資料、元大投顧

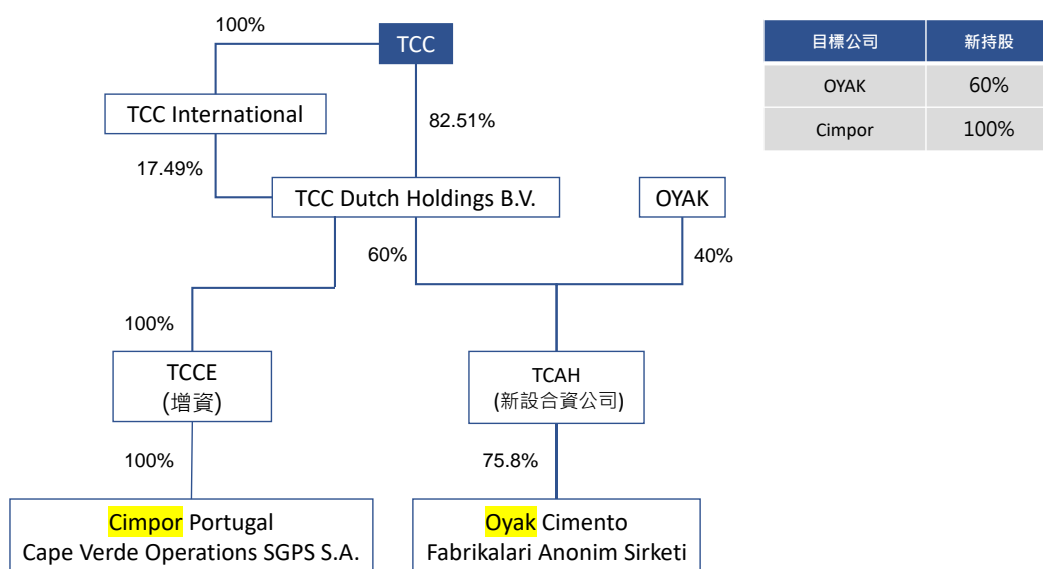
擴大投資 Oyak&Cimpor 列入合併主體，將帶動 2024 年三率三升，預期貢獻 EPS 0.8-0.9 元

2022 年/2023 年台泥轉投資 OYAK&Cimpor 認列收益 27.6 億元/35.6 億元，其中 3Q23 認列收益 0.43 億元(年減 93%)，主因土耳其高度通膨(通膨率超過 60%)需做財報重述，三表差額重述至損益表產生約 19 億台幣之損失，所幸葡萄牙事業仍然獲利。

台泥於 2023/11/27 宣布欲擴大投資歐亞非低碳水泥市場，將土耳其 OYAK 水泥合資子公司持股由 40%提高為 60%，將葡萄牙 Cimpor 水泥合資子公司持股從 40%增加為 100%，已於 2024/3/6 完成相關交易程序，總交割金額 6.21 億歐元(約 213 億元台幣)。台泥增加對 Oyak 與 Cimpor 持股後將由認列 權益法投資收益轉變為編入合併報表，公司於法說會上公布 1-3Q23 擬制合併報表，營收由 810 億元增加至 1,190 億元(增加 47%)、稅後淨利由 75 億元增加至 101 億元(增加 35%)；中國及台灣水泥營收佔比由 63%下降至 42%，對短期成長動能缺乏的亞洲水泥事業依賴度下降，使營收獲利更具成長性。

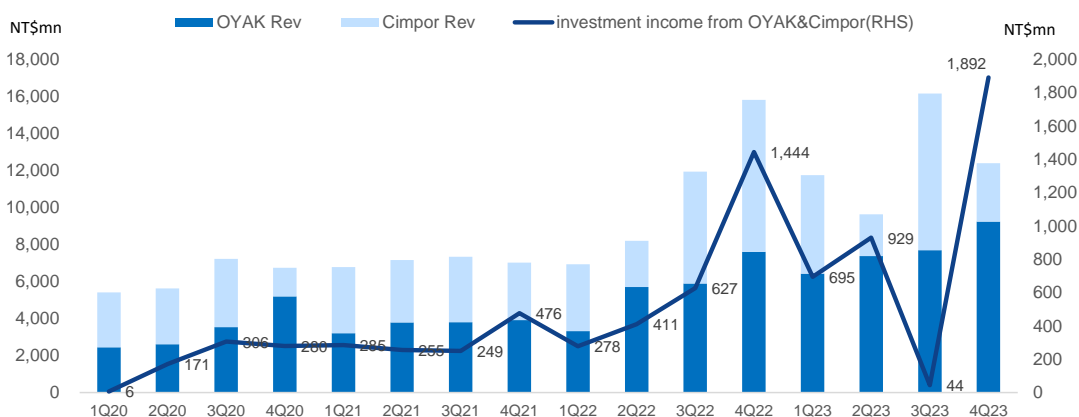
展望 2024 年，推估 Oyak&Cimpor 毛利率高於 30%，遠優於台泥 2023 年毛利率 18.8%，將帶動公司毛利率、營益率、淨利率同步成長，本中心假設將於 2Q24 併表，預期將貢獻台泥營收 400-450 億元(佔全年營收 28-32%)、營業利益 100-110 億元(約 50%)、EPS 0.8-0.9 元(50-60%)。

圖 13：投資完成後台泥對 OYAK、Cimpor 持股結構



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：OYAK、Cimpor 營收 (估算)&轉投資認列獲利



資料來源：公司資料、元大投顧

減碳勢在必行，台泥為替代原料與燃料的行業領先者

面臨國際減排趨勢，各國近年皆針對企業研擬徵收碳排成本，如台灣及中國預計於 2024 年開始徵收碳費或碳稅，亦有針對進口的歐盟 CBAM、美國 CCA 等關稅政策，未來面對減排監管的壓力，碳排放較低的公司將具備長期競爭優勢，台泥持續以替代燃料、替代原料兩大方式以降低水泥廠之碳排總量。

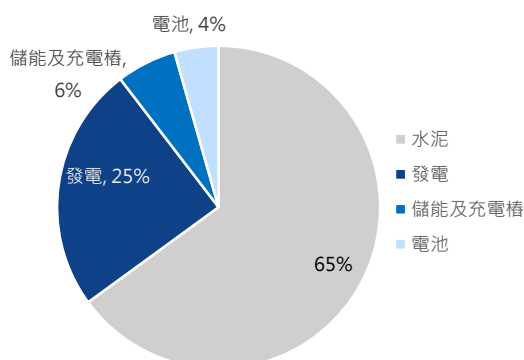
替代燃料部分，2022 年土耳其 Aslan/Ankara 廠區熱值替代率 61%/46%，每噸水泥碳排量 628/652 公斤、葡萄牙 Souselas 廠熱值替代率 44%，每噸水泥碳排量 613 公斤，皆遠低於傳統水泥以煤炭作為燃料的平均碳排 900 公斤/噸。2030 年台泥目標使土耳其/葡萄牙每噸水泥碳排降到 549/469 公斤/噸，此次增持股份有助達成台泥全球低碳水泥布局及 2030 減碳目標。

替代原料部分，西非象牙海岸水泥廠利用鍛燒黏土替代部分水泥熟料，較傳統水泥減少 40-50% 的碳排，未來將引進葡萄牙，惟在中國與台灣相對應的原料並不充足，進口又將產生運輸的碳排成本，因此目前並無法有效率在台泥亞洲廠區使用。

電力及能源部門為台泥未來策略發展方向，惟綠能事業尚未具營運規模

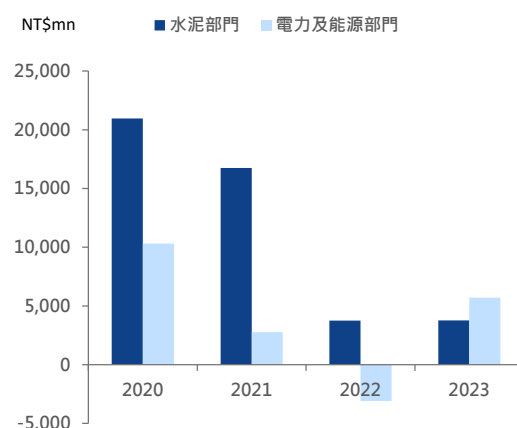
台泥 2023 年電力及能源部門營收占比 35%，旗下事業主要包含火力發電(和平電力：25%)、儲能事業(NHOA、台泥儲能：6%)、電池事業(台泥循環能源、能元科技、三元能源：4%)以及綠能事業(台泥綠能)等，觀察其營收比重以及資本支出比重提升，可顯見電力及能源部門為台泥未來策略發展方向。2023 年水泥部門因中國房市需求低迷下，水泥本業並無改善，使電力及能源部門首次獲利超越水泥部門，目前主要獲利來自於和平電力，而其他綠能事業在投資初期尚未具營運規模，因此大部分仍在虧損階段，期待後續在稼動率及市占率提升下，綠能事業能逐步脫離虧損。

圖 15：2023 年電力及能源部門營收占比



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：2023 年電力及能源損益超越水泥部門



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：台泥電力及能源部門簡介

單位：億元 / 台幣	火力發電事業	綠能事業	電池、充電樁、儲能事業				
公司名稱	和平電力	台泥綠能	台泥循環能源	能元科技	台泥儲能	NHOA	小計
營業項目	火力發電	再生能源發電	電池、發電機械	鋰電池	儲能設備	再生能源及儲能建置	
帳面金額 (2023)	184	137	210	256	22	128	937
帳面金額佔淨值比	7.52%	5.60%	8.58%	10.46%	0.90%	5.23%	38.29%
認列之被投資公司損益							
2023 年	40.3	1.7	(15.6)	(15.6)	(1.9)	(10.8)	13.7
2022 年	(8.9)	1.0	4.2	4.2	(1.5)	(9.2)	(14.4)
2021 年	8.9	(0.7)	(3.2)	(3.2)	(0.3)	(1.9)	2.8
2020 年	43.2	(0.2)	(2.6)	-	-	-	40.5

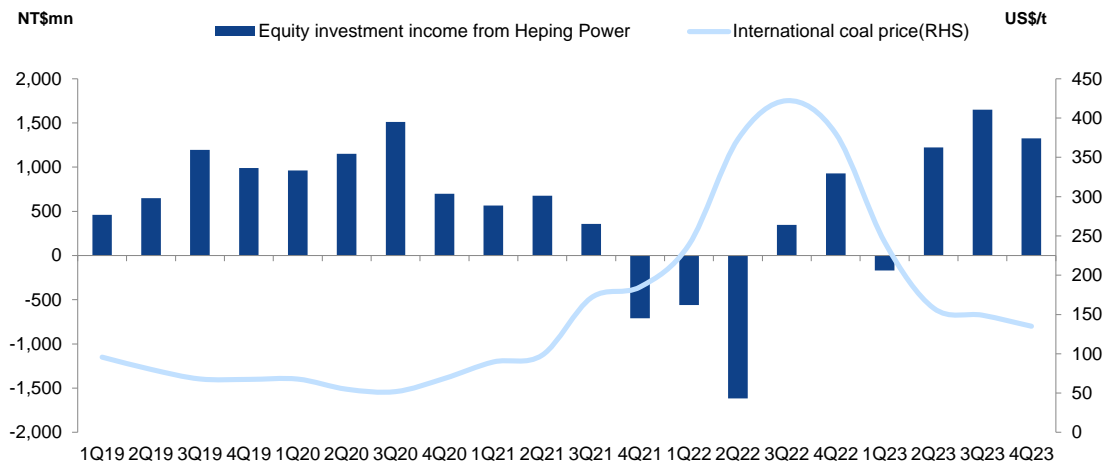
資料來源：公司資料、元大投顧

煤價趨於穩定，和平電廠回歸常態獲利

台泥轉投資之和平電力(持股 60%)為國內第二大民營發電廠，擁有兩部 660MW 的燃煤機組，合計總裝置容量 1,320MW，每年總發售電數約 82 億度電，約佔我國總用電量 3%，2023 和平電廠營收 269.32 億元(年增 17%)，佔台泥整體營收 25%，年增主因 1H22 因加強環保和改善設備安全而減少發電天數。

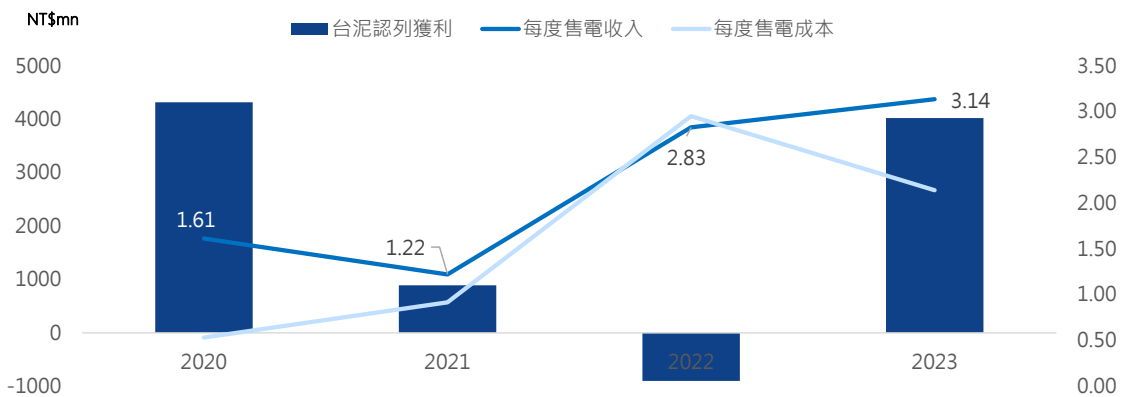
和平電廠為民營電廠，除廠內用電外，發電量需全部躉售給台電，獲利表現與台電收購電價和國際動力煤價格高度相關。2022 年因烏俄戰爭使歐盟禁止俄羅斯煤炭進口，各國陷入搶煤大戰，國際動力煤價於 2022 年飆漲超過 130%，一度上漲至 430 美元/噸，由於台電躉售價格無法及時反應煤價漲幅，和平電廠 2022 年合計虧損 9 億元。不過 2023 年動力煤價格自年初回落 63%，全年均價年減 52%至 171 美元，使 2023 年台泥認列獲利 40.29 億元，相對 2022 年虧損 9 億元大幅改善。展望後續，考量到目前煤價於 110-130 美元震盪，我們認為和平電廠獲利可回歸常態，不過台電收購電價將下調以反應 2023 年下跌的原料成本，使和平電廠營收及獲利壓縮，預期 2024 年認列獲利 35-40 億元。

圖 18：和平電廠營業利益與國際煤價



資料來源：公司資料、Wind、元大投顧

圖 19：和平電廠售電價格與成本利差擴大



資料來源：公司資料、和平電廠月報、元大投顧

收購 NHOA 拓展儲能充電樁事業，投資初期虧損仍大

台泥 2021 年 7 月完成對義大利公司 NHOA (前身為 Engie EPS)之收購，2023 年持股達 72.42%。NHOA 為台泥旗下儲能事業之拓展，主要產品包含電池儲能設備系統、車用充電樁等，同時提供整合解決方案與系統維護服務，銷售地區橫跨歐洲、美洲、大洋洲等。

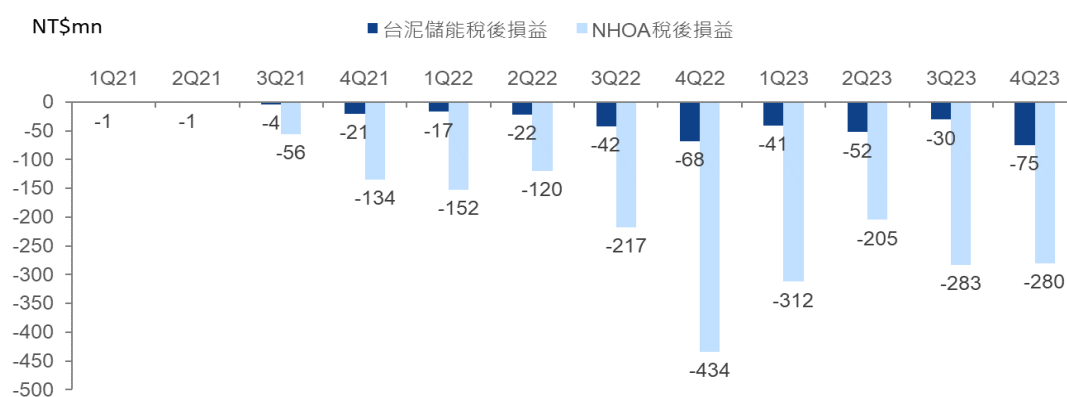
2021 年 10 月底，NHOA 宣布與西澳電力公司 Synergy 合作，將於 Kwinana 建設 200MWh 電池儲能設備系統。此外，NHOA 亦與全球第四大車廠 Stellantis 成立合資公司，以南歐為核心，發展車用快充樁、V2G 雙向快充電網等。而 NHOA 旗下電動車快充基礎設施商 Atlante 也於 2022 年宣布收購葡萄牙快充充電站 KLC 60% 股權，2024 年預計收購剩餘 40%，KLC 為葡萄牙建置最多電動車充電站的公司，預計此次收購將使 Atlante 於南歐伊比利半島成為充電產業的龍頭。台泥亦透過私募投資飛宏 15.1 億元，取得 10% 股份，以加強充電樁佈局。

圖 20：台泥充電樁相關佈局

相關公司	儲能佈局內容
NHOA	台泥旗下義大利儲能設備供應商，負責電網級、工業微電網等儲能設備整合系統設計、製造、銷售與維護服務，以及車用充電樁業務。
Atlante	NHOA 旗下充電樁子公司，2023 年獲得歐盟資金補助，提出「Atlante4All」計畫，預計在歐洲建置 407 座充電站。
Stellantis	與 NHOA 合資成立 Free2Move eSolution，提供車用充電樁之設計、製造與建置，採訂閱制服務，產品包含私人/公共充電樁，與 V2G 雙向快充電網之佈建。
KLC	為葡萄牙建置最多電動車快充站的公司，聚焦在建電動車充電站、家用充電站及 charge2go 充電服務應用。
飛宏科技	電源供應商，產品包含電源轉接器、PoE(乙太網路供電器)、EV 充電樁、電動腳踏車充電器等。其中 EV 充電樁目前七成營收來自歐美市場、三成為亞洲市場。

資料來源：公司資料、元大投顧

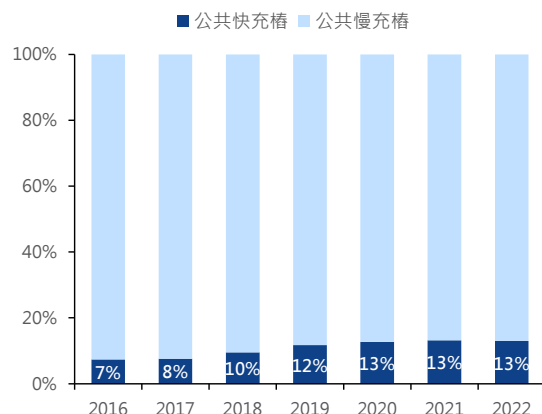
圖 21：台泥儲能和 NHOA 稅後損益



資料來源：公司資料、元大投顧

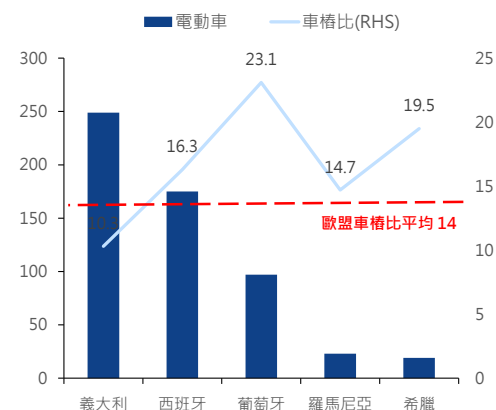
儘管歐洲政府大力祭出補助政策，如 Atlante 近兩年已取得 7,300 萬歐元的補助，但 NHOA 虧損仍逐季增加，NHOA 2023 年累計虧損 10.8 億，主因南歐國家目前電動車滲透率低於歐洲平均的 30%，造成充電樁利用率低，且歐洲充電事業也處投資初期。儘管如此，我們持續看好台泥在歐洲充電設備的佈局，基於 1) 目前歐洲充電樁建置以功率小於 22kW 的交流慢充樁為主，2022 年快充樁占比僅 13%，對比 2022 年全球快充樁占比 33% 仍有一段差距，Atlante 藉由收購葡萄牙最大快充站 KLC 來拓展南歐快充市場；2) 南歐國家車樁比多高於歐盟平均的 14:1，顯示南歐國家充電樁數量不足，因此在歐洲電動車滲透率不斷提高的趨勢下，南歐各國加大充電樁建設勢在必行，也為台泥歐洲充電樁業務帶來商機。

圖 22：歐洲充電市場快充樁占比僅 13%



資料來源：工研院、元大投顧

圖 23：南歐車樁比多低於歐盟國家平均



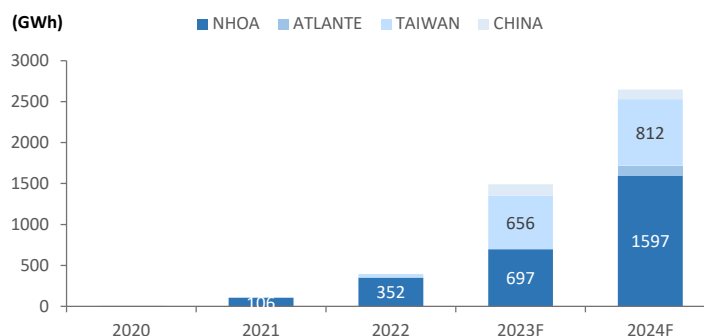
資料來源：工研院、元大投顧

防爆儲能櫃需求穩定成長，預估台泥儲能虧損逐步收斂

在儲能案場方面，2021 年台泥發表全台首座 AFC 智慧儲能系統，裝置容量 5MWh，已於 4M21 併網，其儲能櫃從電池芯、電池模組到儲能櫃均由台泥旗下子公司能源科技供應。2023 年台泥儲能案場逐步走向正軌，2023 年 10 月建置全台最大的 100MWh E-dReg 儲能系統已完工併網，以及高雄小港三元廠 6.4MWh 正式上線加入 TPC 電力交易 s-Reg 輔助服務，雖 2023 年台泥儲能累計虧損 1.9 億，主因事業初期投資成本仍高，但隨 1Q24 蘇澳 35MWh E-dReg 上線以及花蓮 50 MWh 預計於 2024 年上線，預估 2024 年台泥儲能虧損較 2023 年收斂。

儲能櫃的安全性是所有廠商目前面臨的難題，而台泥儲能推出的 UHPC 儲能櫃 EnergyArk 為市場上唯一保證能夠防火防爆而不波及到櫃外的儲能櫃，且採用混凝土材質取代傳統鋼板/PC 板，可實現減碳 40-60%，2Q24 將在義大利建造歐洲第一個結合 EnergyArk 儲能櫃的充電站，且已通過國際最嚴格 UL 9540 儲能系統安全認證測試，近期台泥積極參與國內外儲能展覽，提升產品曝光度，預期在儲能市場快速成長下，儲能櫃的需求將穩定成長，也帶動台泥的訂單量持續增加。

圖 24：台泥預計 2024 年累積儲能裝置容量達 2,650MWh



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：NHOA.TCC 全球代表性案場



資料來源：公司資料、元大投顧

進軍電池事業，衝刺高階高鎳電池市場，但面臨殺價競爭使虧損擴大

台泥 2021 年 8 月宣布增資台泥循環能源(能元科技母公司)100 億元，2023 年持股共 78%。能元科技台南廠原是生產高鎳、低鎳的家電用鋰電池，主要客戶包括新加坡家電大廠 Dyson、荷蘭家電大廠 PHILIPS 等，但 2022 年客戶開始轉型使訂單急遽下滑，且低階鋰電池易受中國業者殺價競爭影響，因此能元科技於 4Q23 將南科一廠進行重整，未來將專注於生產高鎳電池，預計將在四年內完成轉型。

能元科技也在 2023 年 11 月宣布投資 255 億元於加拿大成立低碳三元鋰電池電芯廠，產能共 2.8 GWh，每年約可生產 1.35 億顆圓柱型三元鋰電池，而台泥選擇在加拿大投資電池廠的策略主因為 1) 歐盟電池法於 8M23 上路，未來只有環保低碳電池才能進入歐洲市場；2) 加拿大有 60%電力來自水力發電，台泥藉此建立全球首座 100%綠電的低碳高動力電芯廠，較多數亞洲國家生產電池減少 50%碳排放量；3) 加拿大有豐厚的鋰、鎳、鈷在地礦產，減少原物料運輸能達減碳效果，此廠區預計於 2024 年動工，2028 年開始投產。

子公司三元能源則是在高雄建立產能 1.8GW 的高鎳三元電池工廠，生產高階的鎳三元電池，廠內除了設置充電樁外，同時搭配 6.4MW 的 UHPC 儲能櫃輔助電力交易，該廠現在已經進行生產並出貨，3M24 高鎳電池由單月 500 萬顆提升至 700 萬顆以上，良率也逐步提升。三元能源生產的高鎳三元電池優點在於 1) 和客戶直接 design-in，較不易被取代；2) 小港廠為自行設計規劃，未來參數重新調整較為容易；3) 切入高階電池市場，避開普通電池紅海市場的殺價競爭，目前已知客戶包括 1) 賽車 McMurtry，已開放預訂將於 2025 年量產；2) 國際電動垂直起降飛機製造商 Archer Aviation，一台搭載超過 8,800 顆電池，已獲得 FAA 適航性認證；3) 電動越野車 Stark Future，全球預購量第一(超過 10 萬輛)。

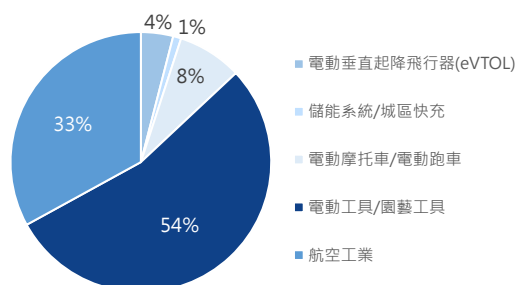
圖 26：台泥電池廠區分佈簡介

公司	能元科技		三元能源
廠區	台南廠 (4Q23 已重整)	加拿大廠	小港廠
年產能	1.5 GWh	2.8 GWh	1.8 GWh
投產時間	2020 年	2028 年	3Q23
類別	家電用鋰電池	低碳三元鋰電池	高鎳三元電池

資料來源：公司資料、元大投顧

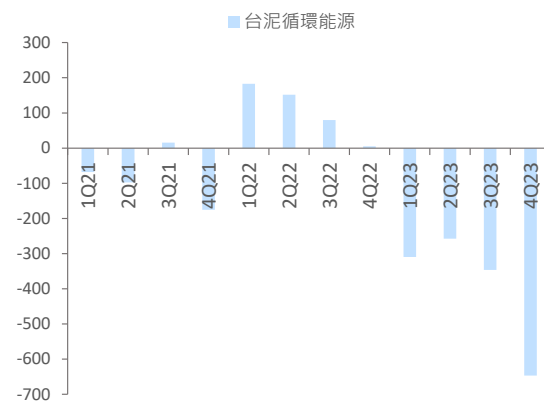
2023 年能元科技和三元能源分別虧損 15.6 億和 2 億元，主因能元台南廠受中國市場殺價競爭影響獲利，而三元小港廠仍在發展初期，不具經濟規模，且能元科技又擴大投資加拿大廠，導致電池事業虧損逐季擴大。展望 2024 年，公司雖表示目前高鎳電池訂單能見度高，2024 年三元廠稼動率將大幅提升，但考量在台南一廠和加拿大廠的高資本支出下，預期 2024 年電池事業仍呈現虧損。

圖 27：台泥電池主要應用和營收占比



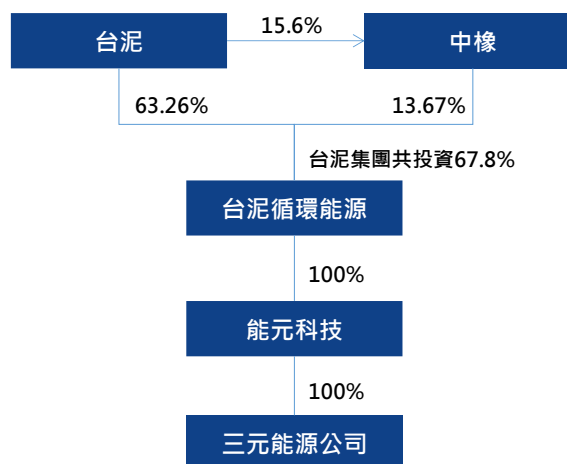
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 28：台泥循環能源稅後損益



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 29：電池事業持股架構圖



資料來源：公司資料、元大投顧

財務結構分析

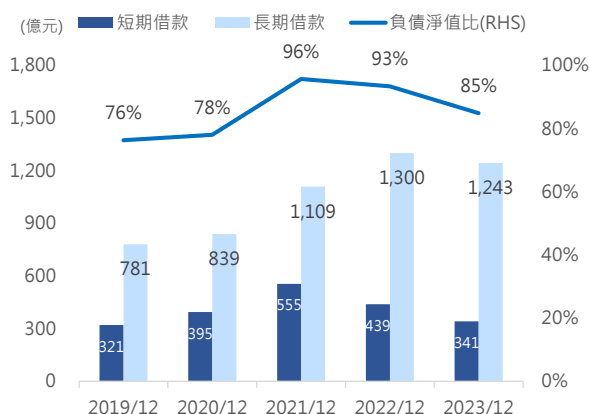
大舉發債高槓桿，但效益仍未體現

台泥長期以來均處於淨負債的情況下，但公司近年積極投入轉型，又水泥本業獲利受景氣循環和房市影響大，因此自 2018 年起大舉發行公司債(共 815.5 億)來進行投資，導致負債淨值比由 2018 年的 74% 上升到 2022/2023 年的 93%/85%，不過公司債到期日期分散，違約風險小。儘管觀察亞泥也處在相同的高槓桿(負債淨值比 75-80%)情況，但其負債比則相對穩定，不似台泥逐年提高的負債比卻尚未顯現於獲利。

展望未來，我們雖然認為併入財務結構較好的 OYAK 和 Cimpor 有助於改善其合併報表帳面上的負債比(實際情況須待併表後得知)，但大舉使用現金收購，同時公司於未來仍須大規模投入轉型事業下，台泥的資產負債表品質能否在短期內到改善仍有待觀察。

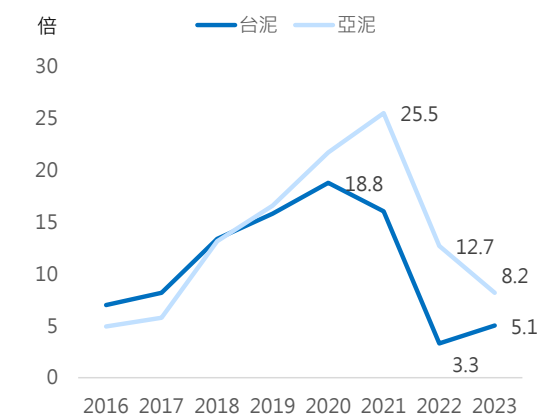
除此之外，台泥之利息保障倍數，自 2018 年起公司大幅舉債開始由 13 倍滑落至 2023 年之 5.1 倍(2022 年僅 3.3 倍)，我們亦擔憂台泥大幅舉債擴張造成的利息費用會讓公司在水泥本業較為疲軟時承受短期財務風險。

圖 30：台泥負債淨值比



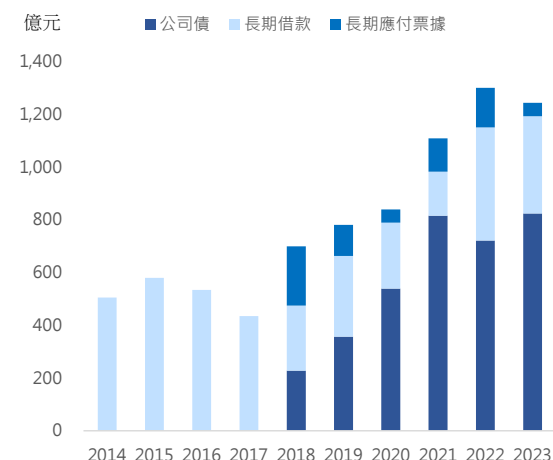
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 31：台泥利息保障倍數



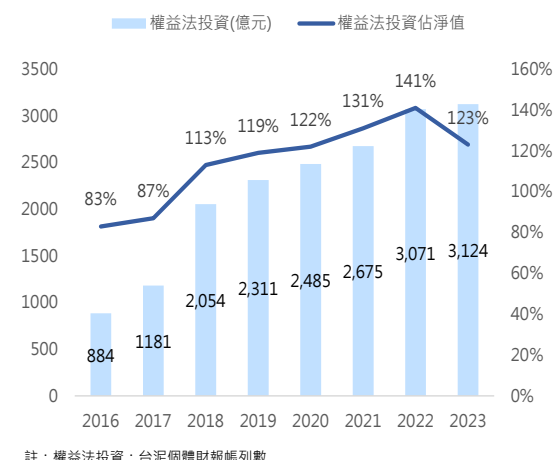
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 32：2018 年起大量發行公司債



資料來源：公司資料、元大投顧

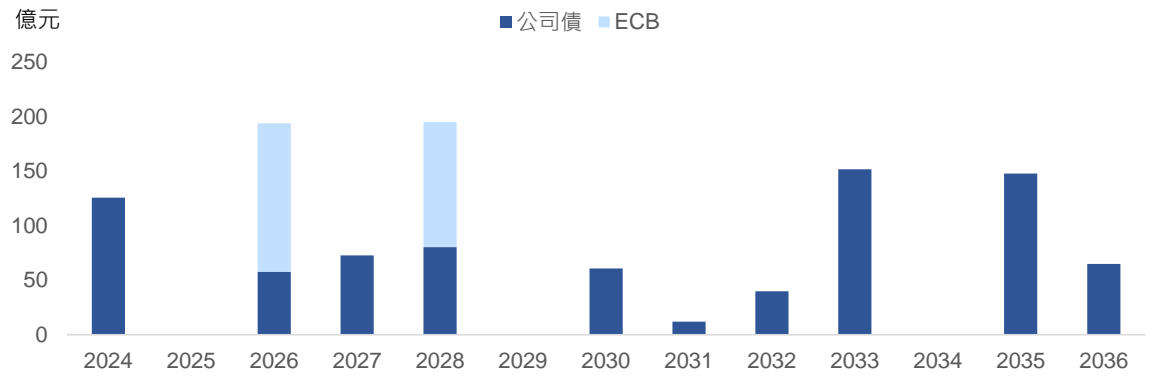
圖 33：透過舉債擴大轉投資



註：權益法投資：台泥個體財務報表列數

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 34：台泥公司債到期日分散

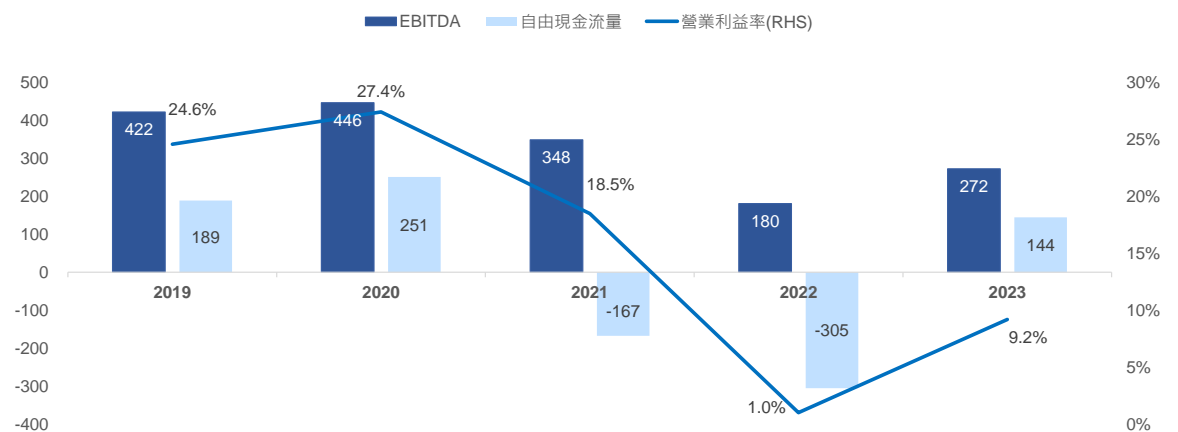


資料來源：公司資料、元大投顧

自由現金流隨本業回升，但速度仍將受擴張之資本支出拖累

作為一間在發展新業務的重資產公司，台泥資本支出自 2018 年起之 43 億大幅提升至 2023 年的 247 億，不過過去 10 年台泥僅於 2022 年產業低谷時發生自由現金流出。在 2024-2025 年間我們預計公司之資本支出仍將維持 2023 年水準以因應公司未來發展，儘管我們認為台泥之水泥本業逐步回升將有利其自由現金流的改善，但回升速度仍受擴張之資本支出拖累。

圖 35：台泥自由現金流量

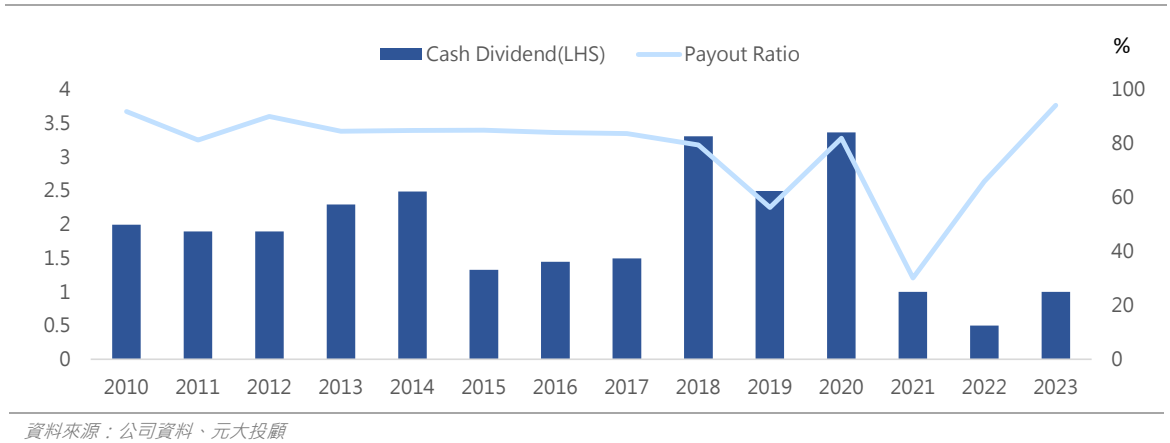


資料來源：公司資料、元大投顧

積極投資非傳統水泥事業及獲利下滑，使股利配發不穩定

2019 年前，台泥股利配發率長年高於 85% 以上水準，股利配發介於 1.3-2.5 元之間，2019-2021 年更創下獲利高峰，儘管配發率略為降低，但股利達 2.5-3.3 元，年均殖利率超過 7%，不過之後中國水泥事業開始虧損，2022 年台泥 EPS 僅 0.74 元，儘管股利配發率 65%，仍只配出 0.5 元現金股利，創下 2005 年以來低點，不過 2023 年現金股利 1 元，股利配發率達 94.3%，優於市場預期。整體而言，由於近年台泥積極投資綠能、歐亞水泥等傳統水泥以外之事業體，因此需充實其營運資金，加上水泥本業獲利大幅下滑，使股利配發穩定性不如以往。

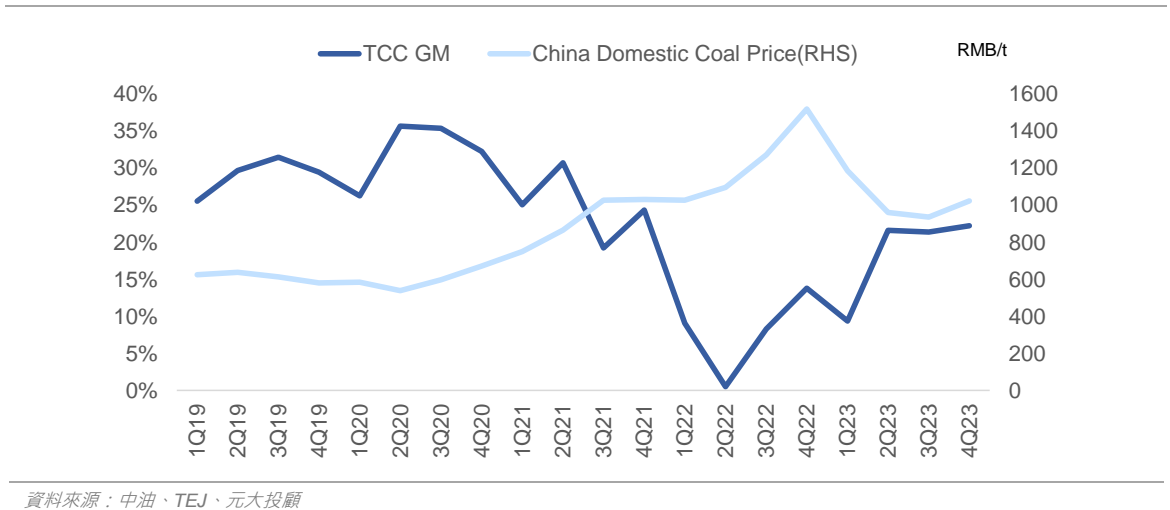
圖 36：台泥過去四年股利發放較不穩定



水泥/電廠事業原料以動力煤為主，毛利率與煤價負相關

觀察公司過往毛利率與動力煤價格走勢，可知具有一定程度負相關，主因動力煤約佔水泥成本 45%、佔電廠成本 60%，而兩者業務合計佔公司營收 80% 以上，由於 1) 水泥終端市場疲軟，原物料成本較難轉嫁給客戶；2) 台電躉購電價難以即時反映原料漲跌幅，因此在動力煤價格強漲時期，公司毛利率會大幅下滑。

圖 37：毛利率與動力煤價走勢



同業比較分析

台泥亞泥中國營收佔比皆大，但台泥噸毛利長年低於同業

台泥中國營收佔比約 35-40%，易受到中國經濟與政策影響，不過略低於國內第二大水泥廠亞泥之 45-50%。但觀察台泥亞泥中國廠區噸毛利，台泥中國水泥噸毛利長年低於亞泥 20 人民幣以上，推測主因主營地區不同(亞泥主營地區為江西、四川、湖北)，造成運輸、價格及原料成本差異，以及廠房使用效率影響噸毛利，且兩廣地區競爭較大，使 2022 年以來台泥中國大幅虧損，而亞泥仍能維持一定程度獲利。

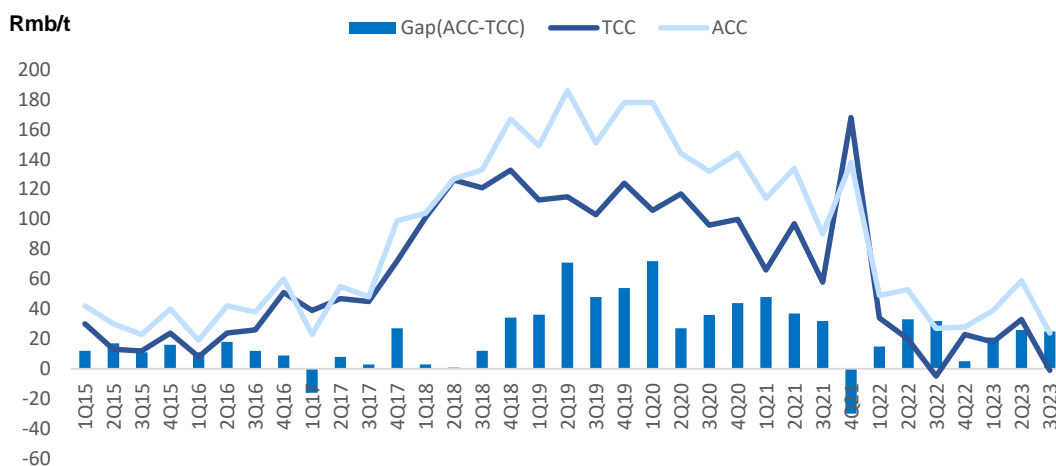
圖 38：國內水泥同業營運狀況

公司	營收淨額	營業利益	毛利率(%)	淨值	水泥營收占比	中國營收占比	中國水泥損益(1-3Q23)
台泥 (1101 TT)	80,966	6,597	17.57%	244,735	63%	35-40%	-1,930
亞泥 (1102 TT)	60,239	5,993	13.51%	191,697	73%	45-50%	1,535
嘉泥 (1103 TT)	2,115	-127	11.77%	21,994	43%	-	-
環泥 (1104 TT)	5,628	665	19.35%	22,779	99%	-	-

*台泥未公布 4Q23 中國水泥損益，全數使用 1-3Q23 資料；單位：百萬。

資料來源：公司資料、TEJ、元大投顧

圖 39：台泥噸毛利普遍低於亞泥

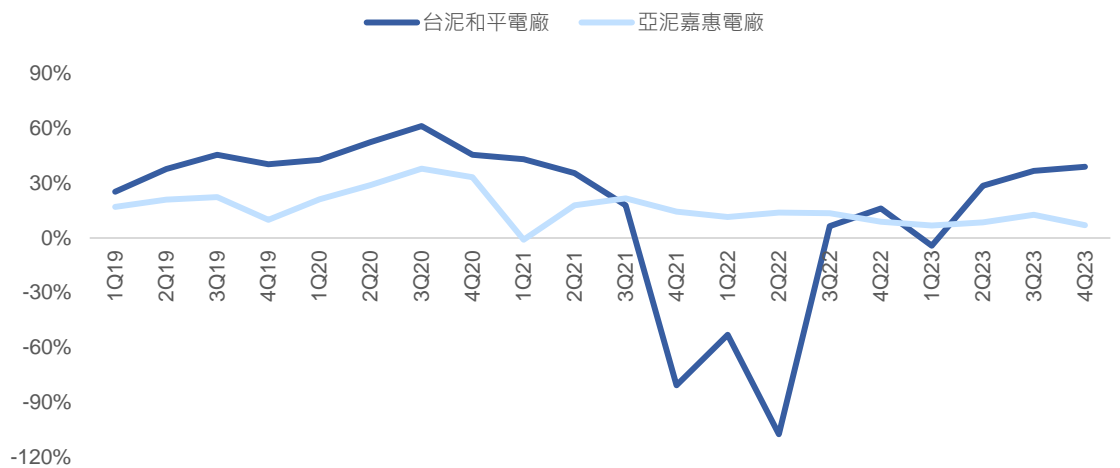


資料來源：公司資料、亞泥法說會、元大投顧

台泥和平電廠獲利率較嘉惠電廠高但較不穩定，主因發電燃料波動性不同

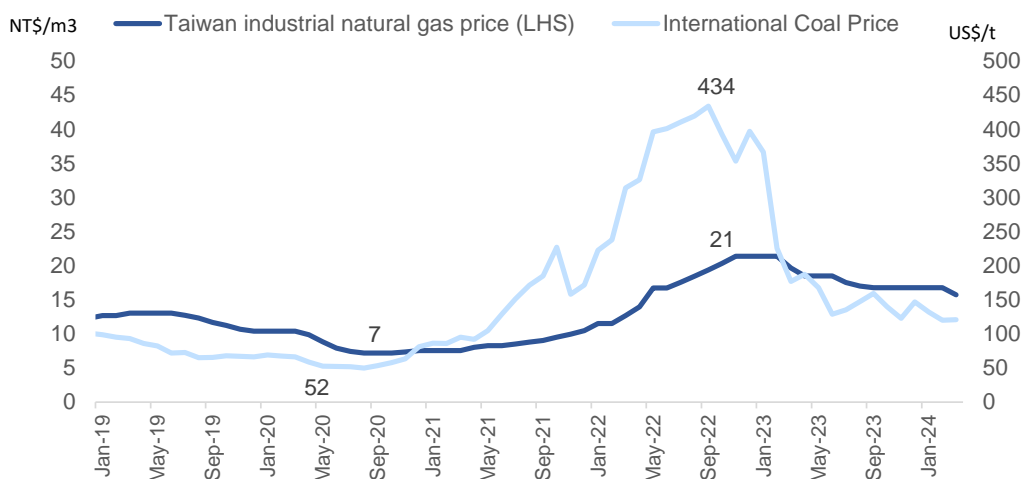
亞泥擁有國內第二大民營天然氣發電廠嘉惠電力，每年總發電度 48 億度電(vs 和平電廠 82 億度電)，電廠分別佔台泥/亞泥營收 25%/20%，2023 年亞泥認列嘉惠電廠獲利約 16 億、台泥認列和平電廠獲利 67 億元。考量到人力、運輸、折舊成本等因素，和平電廠獲利率通常高於嘉惠電廠，然穩定性卻較差，於 4Q21-2Q22 出現大幅虧損之情形，推估主要差別來自原料的使用，嘉惠電廠以天然氣作為發電燃料，天然氣佔發電成本約 90%，和平電廠則以動力煤作為發電燃料，因此獲利表現分別與天然氣價/國際動力煤價格高度相關，觀察兩者過去六月均價，動力煤價波動性較大，且波動幅度遠大於天然氣價，使和平電廠獲利較不穩定，不利於台泥長期穩定獲利。

圖 40：和平電廠獲利率高但較不穩定



資料來源：公司資料、TEJ、元大投顧

圖 41：動力煤價波動較天然氣價大



資料來源：BBG、Wind、元大投顧

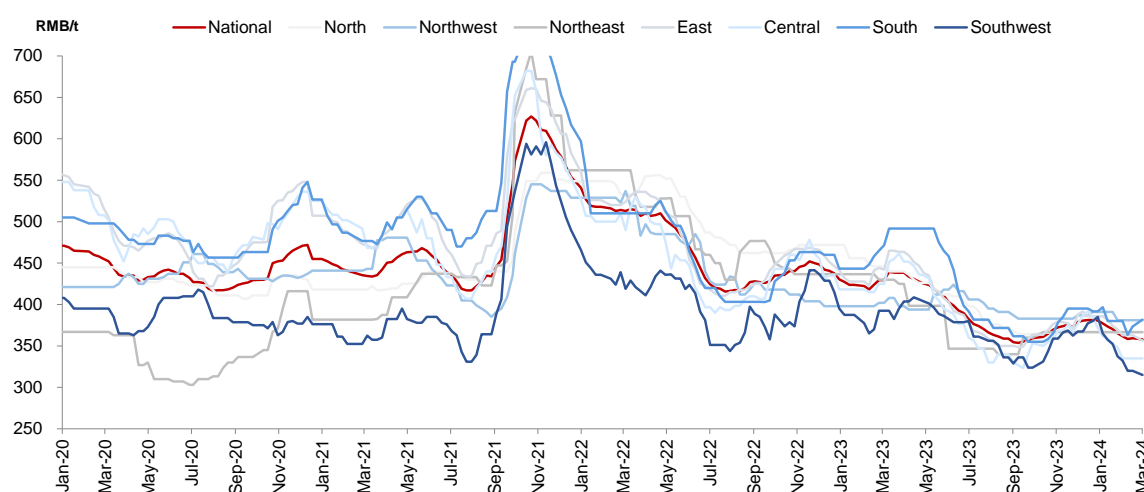
產業概況 – 水泥

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(F)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。

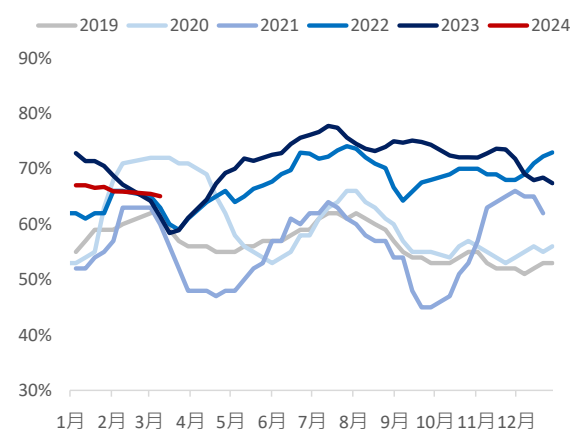
展望 2024 年，由於 2023 年中國水泥行業獲利年減 54.8%，更有部份中國水泥廠已陷虧損，因此推估中國水泥價格後續下跌空間有限，預期持續下行但跌幅收斂，儘管中國政府逐步放寬房產限制並祭出刺激政策，我們認為中國房市低迷的現象短期內難見復甦，水泥報價及出貨量同步承壓，預期 2024 年中國水泥需求年減 0-2%，價格偏向 L 型弱勢復甦，價量展望皆不樂觀。

圖 42：水泥價格自 2022 年初至今向下整理



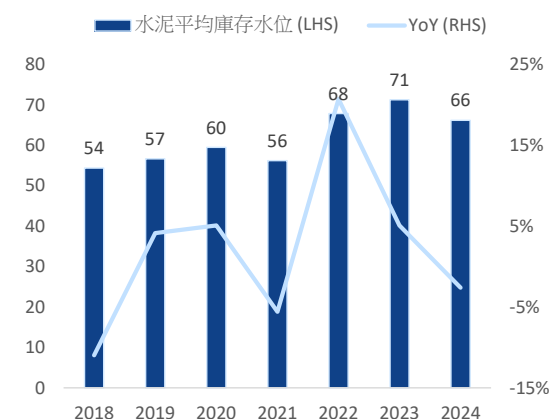
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 43：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 44：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週期期間，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。

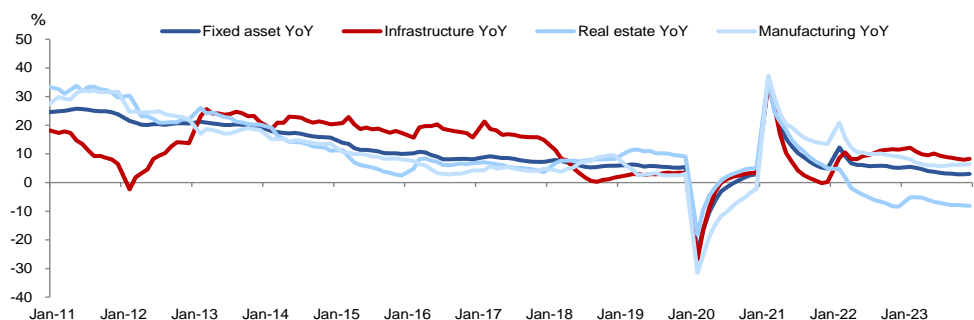
圖 45：中國房地產投資 2023 年年減 9.6%



圖 46：中國新屋開工面積 2023 年年減 23%



圖 47：中國 2023 基礎建設投資完成額年增 8%



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。

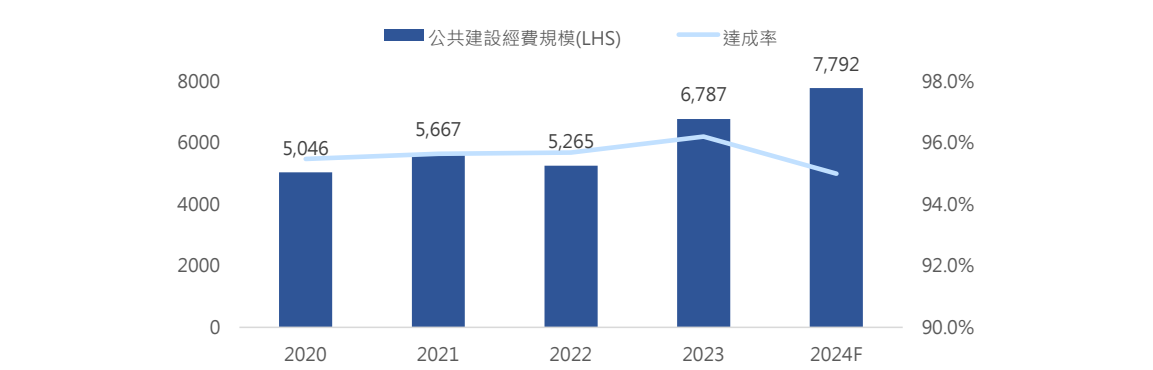
公共建設方面，我國政府持續推動及執行各項公共建設計畫和標案，根據國發會資料，2023 年度公共建設經費 6,787 億元，最終經費達成率 96.21%，創下近 16 年來最佳表現；2024 年公共建設經費為 7,792 億元(年增 14.8%)，規模創下歷史新高，其中油電佔 35.5%、軌道建設 15.2%，其餘包括公路和水利建設等，1-2M24 經費達成率已 13.34%，我們認為基礎建設需求穩定，仍支撐國內水泥需求。

圖 48：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

圖 49：我國公共建設經費規模連年增高

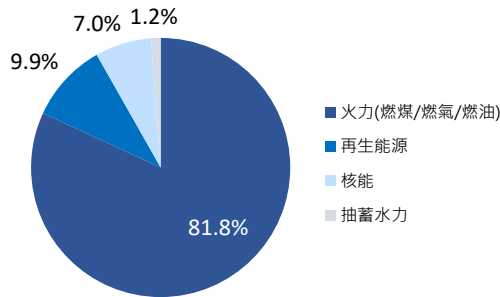


資料來源：國發會、元大投顧

台灣政府規劃於 2050 年達淨零排放，再生能源為發展重心

為因應全球減碳趨勢，我國政府公布「臺灣 2050 淨零排放路徑及策略總說明」，規畫於 2050 年達淨零排放，並計畫於 2030 年前投入近 9,000 億預算以因應淨零計畫，其中能源轉型為我國減碳之首要任務，再生能源及氫能、電網及儲能兩者合計預算佔 47%，短期政策目標為 2025 年再生能源發電量占比達 20%，長期政策目標為 2050 年再生能源發電佔比超過 60%。

圖 50：2023 年台灣再生能源佔總發電量 10%



資料來源：台灣電力公司、元大投顧

圖 51：近 9 千億元預算因應淨零計畫

初估 2050 淨零轉型主要計畫預算來源	金額(億元)
再生能源及氫能	2,107
電網及儲能	2,078
低碳及負碳技術	415
節能及鍋爐汰換	1,280
運具電動化	1,683
資源循環	217
森林碳匯	847
淨零生活	210
合計	8,837

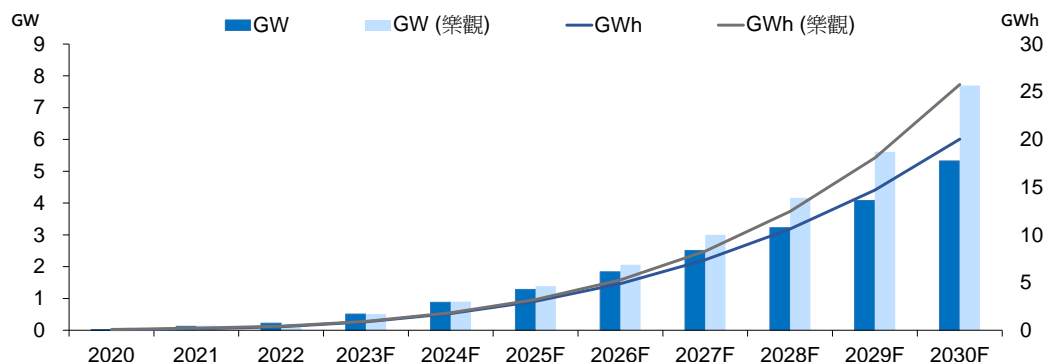
資料來源：國家發展委員會、元大投顧

台灣儲能產業供過於求，台電停止標案申請

儲能系統透過削峰填谷的方式，在離峰時段儲電、尖峰時段輸電，使電力使用上更具彈性，也相對傳統的煤炭與核能發電在電力調度上更有效率。近年來碳中和議題趨勢明確，各國紛紛推動潔淨能源，使儲能裝置容量迅速提升，根據 InfoLink 預估 2030 年台灣儲能市場累積規模將約達 7-8GW，裝置容量達 20GWh，累積市場規模可望達 2,000 億台幣。

目前台灣儲能產業處於成長階段，近月調頻備轉交易價格已由容量價格上限 600 元/MWh 降低至 300 元/MWh 以下，且從台電資料顯示，2024 年 1 月底申請併網容量高達 6.35GW(d-Reg 2.1GW、E-dReg 4.3 GW)，大幅超過政策目標，因此台電為避免未得標調頻功能之儲能容量過多閒置，在 2022 年 10 月停止電網端儲能的動態調頻備轉(dReg)服務申請，2023 年 5 月又暫停了增強型動態調頻(E-dReg)服務受理，顯示未來幾年台灣儲能市場將呈現供過於求。儘管如此，未來當一些虛佔饋線的儲能容量申請廠商，其併聯審查意見書到期後繳不出容量保證金時，台電會將容量再次釋放出給真正想建置參與儲能的綠能業者，業者認為目前有能力建置大型 E-dReg 儲能案場的業者有限，且仍有 RE100 等剛性綠電需求存在，因此仍樂觀看待儲能市場發展。

圖 52：台灣儲能市場累積規模預測



資料來源：InfoLink、元大投顧

圖 53：台灣儲能市場經濟規模

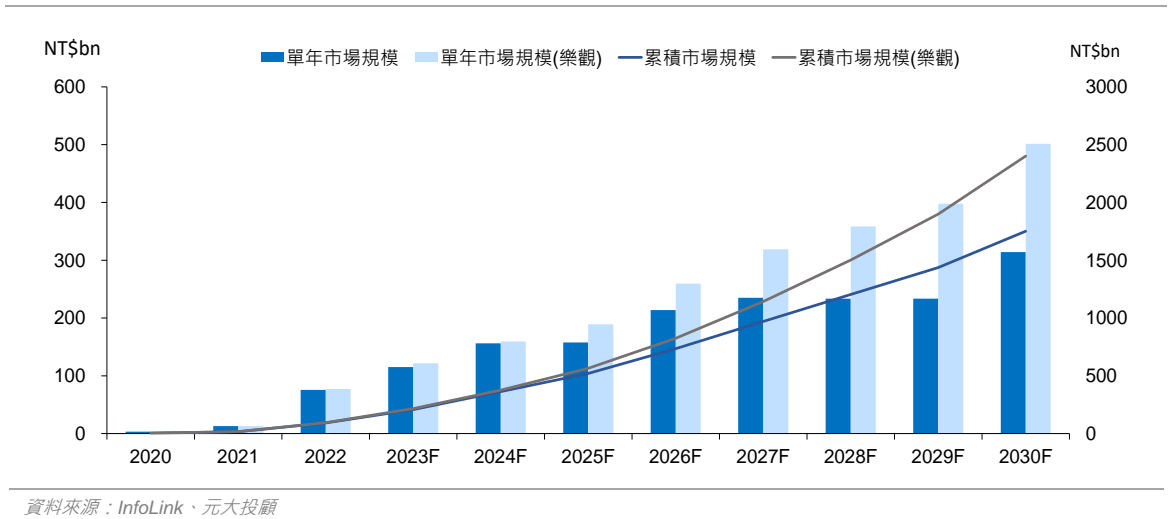


圖 54：調頻備轉交易價格下滑至 < 300 元/MWh

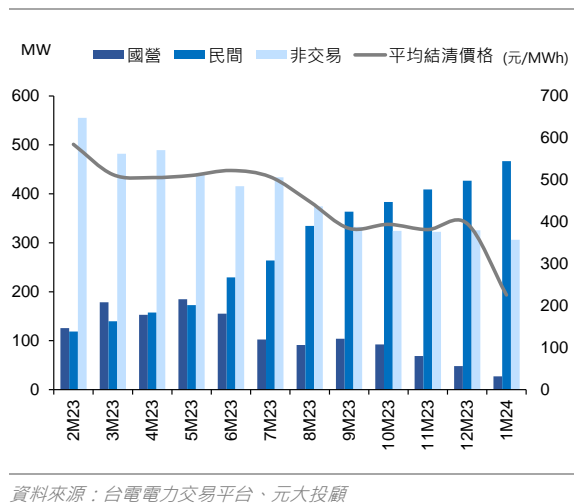
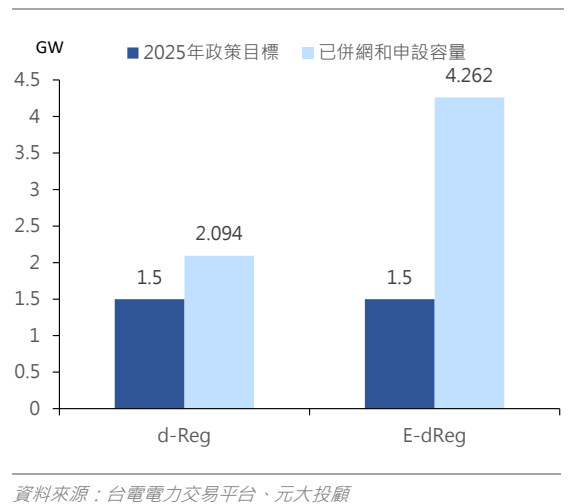


圖 55：申設併網容量已超過政策目標



鋰電池產能過剩趨勢明確，高鎳三元鋰材料為未來發展方向

鋰電池材料包含正極材料、負極材料、隔離膜與電解液，成本結構中以正極材料占比 30% 最高。正極材料可分為磷酸鐵鋰(LFP)、三元鋰(NCM/NCA)、錳酸鋰(LMO)以及鈷酸鋰(LCO)四種類型，又以前兩項為市場主流，兩者市佔達七成以上。由於目前高端電動車對電池能量密度要求須達到 300 Wh/kg，再加上稀有金屬鈷價格不斷上漲，故含鎳量 80% 以上的高鎳三元鋰材料不僅能降低成本，更能提升 17% 能量密度至 300 Wh/kg，因此成為未來重要發展方向；磷酸鐵鋰電池雖電池能量密度較低，但安全性較佳且貴金屬使用少成本較低，主要應用於儲能與低續航車款，為陸系電池廠積極推廣之材料。

鋰電池依應用別可分為 IT/CE、電動車以及儲能，2023 年鋰電池終端應用 80% 以上是電動車，IT/CE 佔比僅 16%，主要是 NB 與消費性電子產品，需求變化不大，儲能則佔比 3-4% 仍在起步階段，因此也反映鋰電池需求與價格受電動車供需影響大。

圖 56：各類正極材料比較

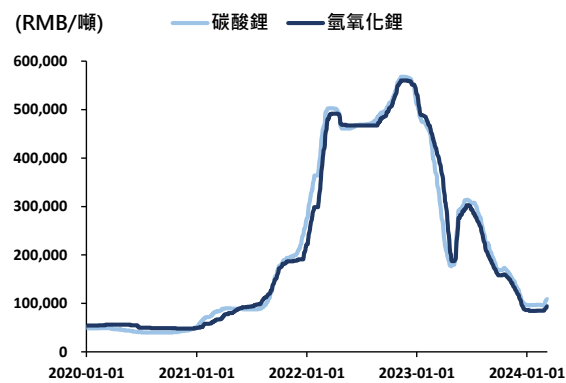
電池類型	磷酸鐵鋰(LFP)	三元鋰(NCM)				錳酸鋰(LMO)	鈷酸鋰(LCO)
		NCM333	NCM523	NCM622	NCM811		
能量密度(Wh/kg)	160	170-180	190-210	220-240	280-300	150	160
迴圈次數(壽命)	3,500	800-2,000				500-1,000	500-1,000
優點	安全性佳、價格低	電化學性能穩定、能量密度高、循環性佳				資源豐富、價格低	充放電穩定、生產簡單
缺點	能量密度低、低溫性差	鈷金屬昂貴、安全性隨鎳越多越差				能量密度低、成本高	價格昂貴、安全性差
適用領域	動力電池、消費型電池	動力電池、消費型電池				消費型電池	動力電池、消費型電池

資料來源：公司資料、元大投顧

觀察 2021 年中國電動車銷量為 379 萬台，較 2020 年銷量年增 166% 的同時，正極材料的原物料磷酸鋰和氫氧化鋰價格也在 2021 年年增 176%，此外中國佔全球電動車銷量近五成，為電動車與鋰電池的主要需求國，但中國國內鋰礦產量較低，需仰賴海外進口，且受 2021 年船運短缺影響，貨運交期拉長，以及疫情影響供應鏈物流等因素，使鋰礦的供給無法及時滿足中國電動車需求，因此推升鋰電池價格。

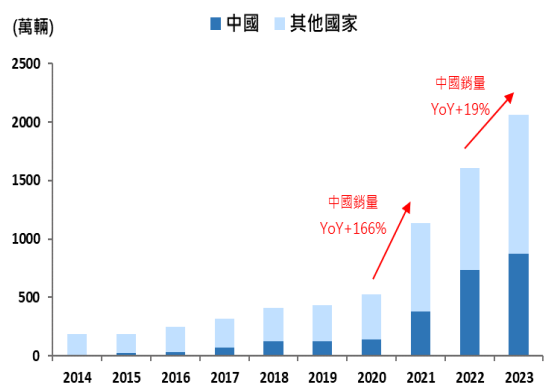
近期磷酸鋰和氫氧化鋰報價大幅下跌，雖 2023 年中國電動車市場銷量持續成長，但由於鋰電池供給過剩，部分材料製造商開始低價拋售，使消費市場價格持續下探，正極材料產量也持續減少，我們預期正極材料在需求弱勢下仍有下行空間，2024 年正極材料持續面臨供給過剩問題。

圖 57：磷酸鋰/氫氧化鋰價格大幅下跌



資料來源：Wind、元大投顧

圖 58：中國電動車銷量增速放緩



資料來源：工研院、元大投顧

股票評價

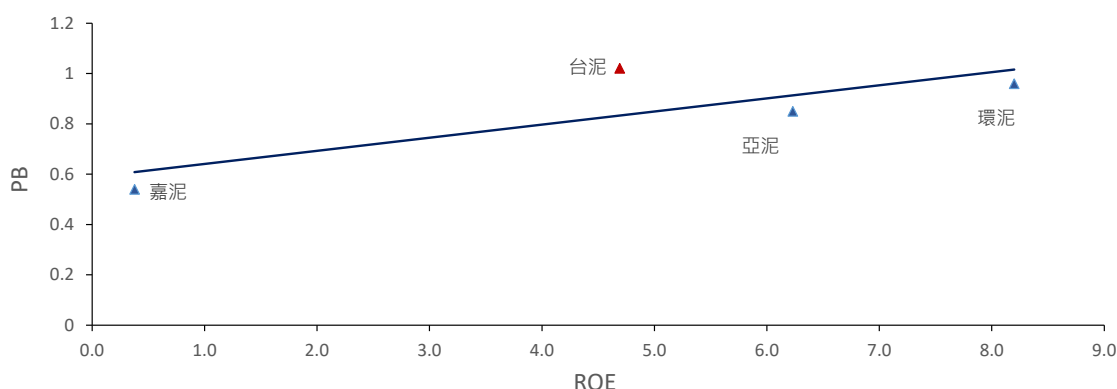
多元佈局有目共睹，惟綠能獲利尚需時間、中國水泥前景保守，建議持有

儘管我們正向看待公司轉型綠色事業的努力，且新事業體併表將帶動公司獲利成長，多元布局令公司對成長動能缺乏的亞洲水泥事業依賴度下降，但基於我們較保守看待中國房市前景，水泥價量承壓使中國水泥事業難以轉盈，以及綠能業務因營運初期未具營運規模，稼動率及滲透率尚難提升，預期近兩年持續虧損，缺乏推升股價動能，因此給予持有評等，評價給予 1.1 倍 2024 年每股淨值(相當於歷史區間下緣)，推得目標價 35 元，認為目前評價合理，建議觀察綠能事業放量轉盈時點，並留意新事業體獲利貢獻幅度。

ROE 將觸底回升，然仍難回過去高峰，對比同業評價偏高

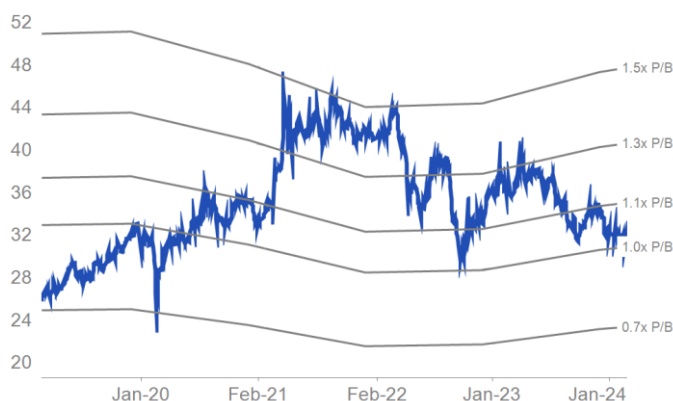
觀察台泥的 ROE 從 2018-2021 年的約 10% 衰退至 2022-23 年的<5%，我們認為主要原因仍來自於本業盈利能力的大幅惡化，如前段所述 1) 台泥之水泥事業毛利率受終端需求疲弱拖累；2) 和平電廠毛利率易受成本所影響大幅波動；3) 投資的綠能事業虧損未見收斂。我們預計台泥 2024-2025 年的 ROE 將略為回升至 5% 左右，主要仍來自較高利潤率的事業體併入報表，但如前段所述，我們對於中國水泥市場前景較為保守，同時其綠能事業短期仍難以顯現效益，預期台泥之 ROE 短期仍難隨回升至 2019-2021 的高峰(9-13%)，又觀察當前台泥和其他台灣水泥同業的 PB-ROE 關係圖，我們認為台泥當前的評價仍略為高於同業。

圖 59：水泥同業 PB 與 ROE 關係圖



資料來源：TEJ、元大投顧

圖 60：12 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 61：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
台泥	1101 TT	持有-超越同業	31.6	7,642	0.76	1.06	1.60	41.4	29.8	19.7	(76.9)	38.6	51.8
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													
亞泥	1102 TT	持有-超越同業	41.6	4,429	3.6	2.7	2.9	11.5	15.4	14.2	(22.8)	(25.6)	8.1
國內同業平均				--	3.6	2.7	2.9	11.5	15.4	14.2	(22.8)	(25.6)	8.1

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 62：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
台泥	1101 TT	持有-超越同業	31.6	7,642	1.8	3.3	4.7	29.62	30.53	31.85	1.1	1.0	1.0
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													
亞泥	1102 TT	持有-超越同業	41.6	4,429	6.9	5.9	5.0	45.4	47.7	48.0	0.9	1.0	0.9
國內同業平均				--	6.9	5.9	5.0	45.4	47.7	48.0	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 63：季度及年度簡明損益表 (合併)

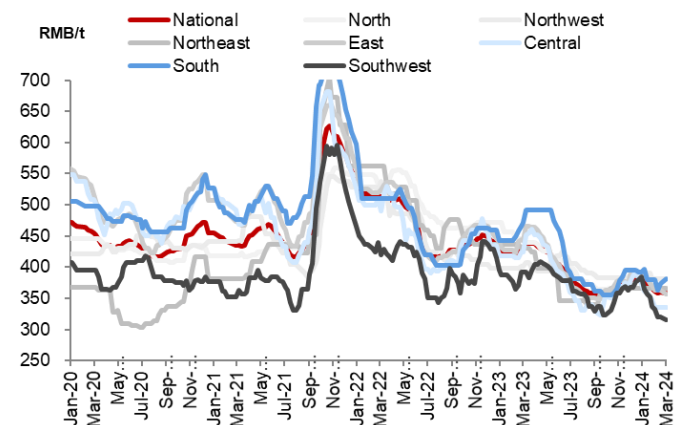
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	26,296	27,668	27,002	28,348	21,066	40,412	39,611	41,047	109,314	142,137
銷貨成本	(23,827)	(21,683)	(21,227)	(22,043)	(17,307)	(30,254)	(30,190)	(30,950)	(88,781)	(108,701)
營業毛利	2,469	5,985	5,775	6,305	3,759	10,158	9,420	10,098	20,534	33,436
營業費用	(2,303)	(2,617)	(2,713)	(2,871)	(2,494)	(3,625)	(3,503)	(3,745)	(10,504)	(13,368)
營業利益	166	3,368	3,062	3,434	1,265	6,533	5,917	6,353	10,030	20,068
業外利益	1,315	2,414	215	383	859	901	731	145	4,327	2,636
稅前純益	1,481	5,782	3,277	3,817	2,124	7,434	6,648	6,498	14,357	22,704
所得稅費用	(475)	(1,575)	(985)	(1,317)	(552)	(1,933)	(1,729)	(1,690)	(4,352)	(5,903)
少數股東權益	(402)	665	1,046	698	268	1,472	1,506	1,416	2,007	4,662
歸屬母公司稅後純益	1,407	3,542	1,247	1,802	1,303	4,029	3,414	3,392	7,998	12,139
調整後每股盈餘(NT\$)	0.19	0.47	0.16	0.24	0.17	0.53	0.45	0.45	1.06	1.60
調整後加權平均股數(百萬股)	7,565	7,565	7,565	7,565	7,565	7,565	7,565	7,565	7,565	7,565
重要比率										
營業毛利率	9.4%	21.6%	21.4%	22.2%	17.9%	25.1%	23.8%	24.6%	18.8%	23.5%
營業利益率	0.6%	12.2%	11.3%	12.1%	6.0%	16.2%	14.9%	15.5%	9.2%	14.1%
稅前純益率	5.6%	20.9%	12.1%	13.5%	10.1%	18.4%	16.8%	15.8%	13.1%	16.0%
稅後純益率	5.4%	12.8%	4.6%	6.4%	6.2%	10.0%	8.6%	8.3%	7.3%	8.5%
有效所得稅率	32.1%	27.2%	30.0%	34.5%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	30.3%	26.0%
季增率(%)										
營業收入	-24.1%	5.2%	-2.4%	5.0%	-25.7%	91.8%	-2.0%	3.6%		
營業利益	-92.9%	1928.3%	-9.1%	12.1%	-63.2%	416.4%	-9.4%	7.4%		
稅後純益	-43.4%	151.7%	-64.8%	44.5%	-27.7%	209.2%	-15.3%	-0.6%		
調整後每股盈餘	-49.7%	151.7%	-64.8%	44.5%	-27.7%	209.1%	-15.3%	-0.6%		
年增率(%)										
營業收入	14.5%	9.9%	-13.2%	-18.2%	-19.9%	46.1%	46.7%	44.8%	-4.1%	30.0%
營業利益	-20.0%	--	388.0%	47.1%	661.7%	94.0%	93.2%	85.0%	763.1%	100.1%
稅後純益	16.9%	1635.8%	-17.4%	-27.5%	-7.4%	13.8%	173.8%	88.2%	48.0	67.9%
調整後每股盈餘	-5.3%	--	-26.5%	-35.5%	-7.4%	13.7%	173.8%	88.3%	38.6%	51.8%

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

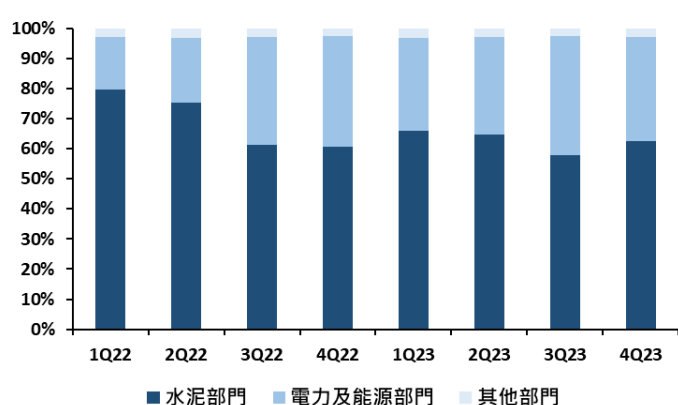
台泥成立於 1946 年，為台灣第一大水泥廠，為銷售水泥及預拌混凝土之廠商，銷售地區包括台灣與中國，由於水泥產業為高碳排產業，為因應淨零碳排轉型趨勢，2021 年開始從水泥製造轉型為綠能公司，透過轉投資子公司擴大佈局電廠、再生能源、儲能、充電樁與電池事業。

圖 64：中國各地區水泥報價持續向下整理



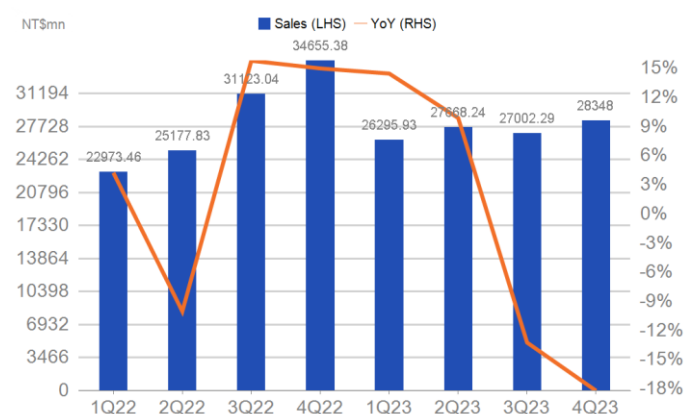
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 65：營收組成



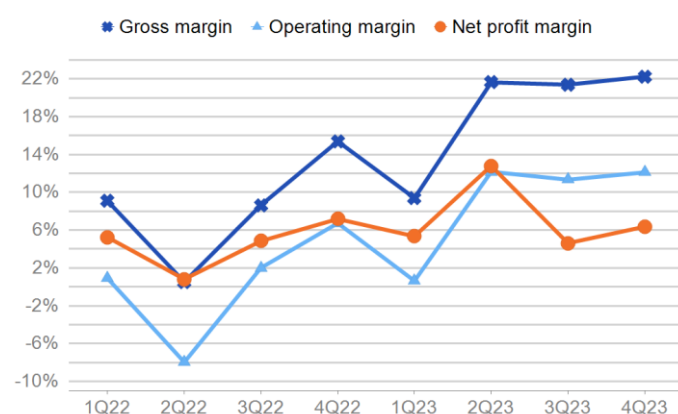
資料來源：公司資料

圖 66：營收趨勢



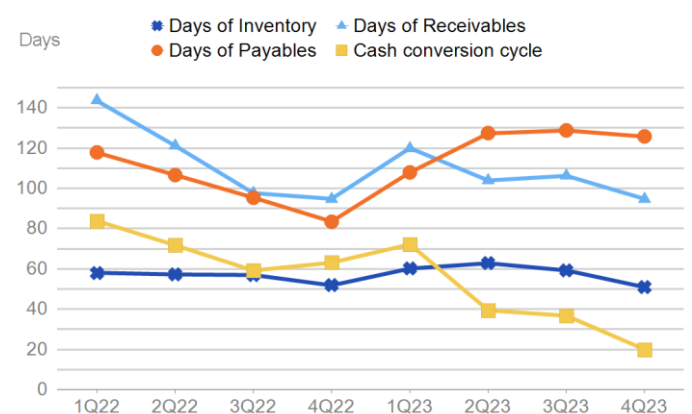
資料來源：CMoney、公司資料

圖 67：毛利率、營益率、淨利率



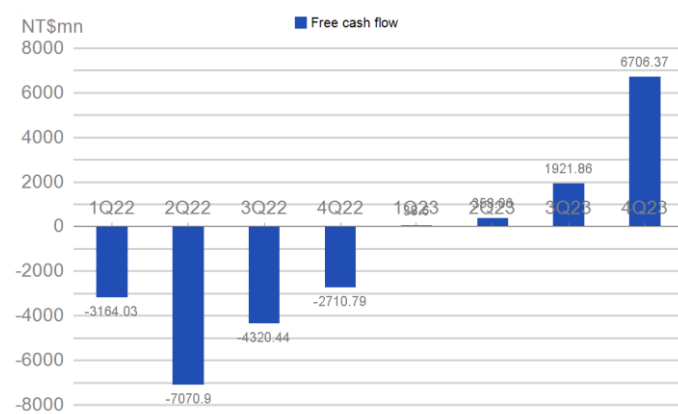
資料來源：CMoney、公司資料

圖 68：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 69：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**：台泥整體的 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領先的位置，且在建築材料行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：台泥的整體曝險屬於中等水準，略優於建築材料行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司在生產中使用原材料的效率(不包括能源和石油產品)、營運方面的碳排、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**：台泥在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循優異的 ESG 揭露，其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，且環境與供應鏈政策強而有力，整體執行力表現極佳。

圖 70：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	25.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	54.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	59.4
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/3/27)

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

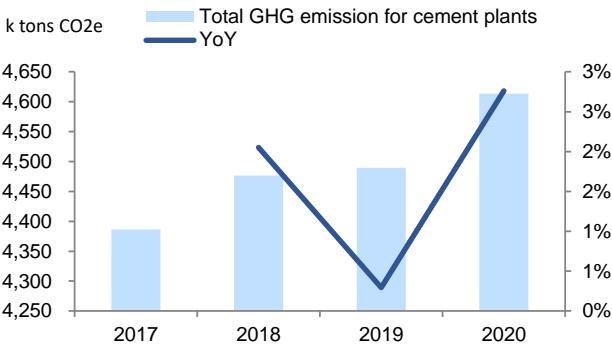
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

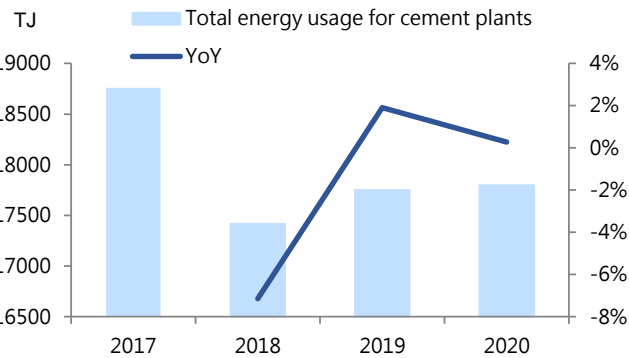
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 71：水泥廠溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 72：水泥廠能源使用量



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	91,122	88,842	66,367	78,561	75,302
存貨	13,413	16,090	11,494	12,078	13,666
應收帳款及票據	35,941	35,113	23,970	23,365	24,693
其他流動資產	28,878	35,578	51,283	35,663	35,830
流動資產	169,353	175,624	153,113	149,666	149,490
採用權益法之投資	46,782	53,587	74,453	71,377	72,118
固定資產	98,196	114,740	124,116	140,141	155,559
無形資產	27,651	27,935	28,681	28,968	29,257
其他非流動資產	99,703	88,924	89,076	95,300	96,260
非流動資產	272,331	285,185	316,325	335,786	353,195
資產總額	441,685	460,809	469,439	485,453	502,685
應付帳款及票據	10,023	13,691	12,816	14,295	15,500
短期借款	48,441	22,417	18,448	18,719	22,194
什項負債	30,224	39,101	41,318	42,409	49,018
流動負債	88,688	75,209	72,581	75,423	86,713
長期借款	16,696	42,865	43,494	43,868	42,005
其他負債及準備	110,646	104,459	99,462	102,026	100,621
長期負債	127,342	147,324	142,956	145,894	142,626
負債總額	216,030	222,533	215,537	221,316	229,339
股本	63,252	73,562	77,512	77,512	77,512
資本公積	56,757	65,986	74,119	74,119	74,119
保留盈餘	73,940	66,528	70,577	80,812	90,021
什項權益	10,528	11,819	8,725	8,496	8,264
歸屬母公司之權益	204,477	217,895	230,933	240,939	249,916
非控制權益	21,177	20,381	22,968	23,197	23,429
股東權益總額	225,655	238,276	253,901	264,136	273,345

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	21,201	4,157	10,005	16,801	18,329
折舊及攤提	7,064	8,528	9,285	11,114	12,503
本期營運資金變動	(3,055)	(4,534)	21,943	2,189	170
其他營業資產及負債變動	(6,238)	(1,958)	(11,647)	(1,917)	(1,216)
營運活動之現金流量	18,972	6,192	29,585	28,188	29,786
資本支出	(16,553)	(23,458)	(24,726)	(26,020)	(26,801)
本期長期投資變動	(3,352)	6,805	(99)	(3,076)	741
其他資產變動	6,614	52	(18,052)	437	(2,636)
投資活動之現金流量	(13,291)	(16,602)	(42,878)	(28,659)	(28,695)
股本變動	3,150	10,309	21,040	0	0
本期負債變動	51,766	(469)	(14,467)	3,480	3,683
現金增減資	0	13,394	0	0	0
支付現金股利	(23,014)	(7,627)	(4,061)	(8,322)	(9,078)
其他調整數	2,493	(9,565)	(15,023)	(5,810)	(6,391)
融資活動之現金流量	34,395	6,041	(12,511)	(10,651)	(11,786)
匯率影響數	(388)	2,089	(838)	0	0
本期產生現金流量	39,688	(2,279)	(26,642)	(11,122)	(10,695)
自由現金流量	2,420	(17,266)	4,859	1,448	2,191

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	107,041	113,930	109,314	142,137	160,943
銷貨成本	(80,391)	(103,795)	(88,781)	(108,701)	(122,991)
營業毛利	26,650	10,135	20,534	33,436	37,952
營業費用	(6,864)	(8,973)	(10,504)	(13,368)	(15,195)
推銷費用	(709)	(821)	(968)	(13,368)	(15,195)
研究費用	(358)	(1,302)	(1,440)	(1,337)	(2,276)
管理費用	(5,797)	(6,850)	(8,096)	(2,005)	(3,414)
其他費用	0	0	0	(10,026)	(17,068)
營業利益	19,786	1,162	10,030	20,068	22,757
利息收入	1,536	2,103	3,403	3,403	3,403
利息費用	(1,488)	(2,684)	(3,543)	(3,349)	(3,349)
利息收入淨額	48	(582)	(140)	54	54
投資利益(損失)淨額	4,150	3,920	4,568	1,917	1,216
匯兌損益	(88)	202	(874)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	2,182	1,944	(102)	665	740
稅前純益	26,078	6,646	14,357	22,704	24,768
所得稅費用	(5,930)	(2,489)	(4,352)	(5,903)	(6,440)
少數股權淨利	945	(1,248)	2,007	4,662	4,791
歸屬母公司之稅後純益	20,256	5,405	7,998	12,139	13,538
稅前息前折舊攤銷前淨利	35,927	18,044	19,315	31,183	35,260
調整後每股盈餘 (NT\$)	3.30	0.76	1.06	1.60	1.79

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	1.1	6.4	(4.1)	30.0	13.2
營業利益	(37.5)	(94.1)	763.1	100.1	13.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	(19.4)	(49.8)	7.0	61.4	13.1
稅後純益	(24.3)	(80.4)	48.0	67.9	9.1
調整後每股盈餘	(55.0)	(76.9)	38.6	51.8	11.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	24.9	8.9	18.8	23.5	23.6
營業利益率	18.5	1.0	9.2	14.1	14.1
稅前息前淨利率	24.0	3.5	9.2	14.1	14.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	33.6	15.8	17.7	21.9	21.9
稅前純益率	24.4	5.8	13.1	16.0	15.4
稅後純益率	18.9	4.7	7.3	8.5	8.4
資產報酬率	5.1	0.9	2.2	3.5	3.7
股東權益報酬率	9.5	1.8	3.3	4.7	5.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	95.7	93.4	20.8	22.0	23.4
淨負債權益比(%)	(11.5)	(9.9)	(1.7)	(6.1)	(4.1)
利息保障倍數 (倍)	18.5	3.5	5.1	7.8	8.4
流動比率 (%)	191.0	233.5	211.0	198.4	172.4
速動比率 (%)	171.4	206.4	195.1	182.4	156.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(25,986)	(23,561)	(4,425)	(15,974)	(11,102)
調整後每股淨值 (NT\$)	32.33	29.62	30.53	31.85	33.03
評價指標 (倍)					
本益比	9.6	41.4	29.8	19.7	17.6
股價自由現金流量比	98.6	--	49.1	164.8	108.9
股價淨值比	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	6.6	13.2	12.4	7.7	6.8
股價營收比	2.2	2.1	2.2	1.7	1.5

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。

台泥 (1101 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，為於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>.