

台塑化 (6505 TT) FPCC

1Q24 獲利上修，惟碳費開徵與產能擴充利空，評價 De-Rating

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$75.0

收盤價 (2024/03/28)：NT\$68.6

隱含漲幅：9.3%

營收組成 (4Q23)

石化化學部門 88.17% · 公用部門 9.0% · 其他部門 2.81%。

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\$)	75.0	88.0
2024年營收 (NT\$/十億)	711.5	706.1
2024年EPS	3.3	2.9

交易資料表

市值	NT\$653,480百萬元
外資持股比率	6.8%
董監持股比率	75.8%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$36.64
負債比	18.0%
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	848,049	712,576	711,460	721,918
營業利益	5,420	15,405	34,512	32,775
稅後純益	14,422	21,889	31,743	30,487
EPS (元)	1.51	2.30	3.33	3.20
EPS YoY (%)	-70.9	52.2	45.0	-4.0
本益比 (倍)	45.4	29.9	20.6	21.4
股價淨值比 (倍)	2.1	1.9	1.9	1.8
ROE (%)	4.2	6.4	9.0	8.5
現金殖利率 (%)	1.6%	2.9%	3.6%	3.5%
現金股利 (元)	1.10	2.00	2.50	2.40

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

煉油利差由 4Q23 約 9 美元增至 1Q24 約 12 美元，1Q24 稅後 EPS 上修 34.3%至 0.91 元，季增 493.5%，年增 94.6%，獲利提升。

2024 年政府將開徵碳費，推估台塑化一年營業成本將增加 55.52 億元，影響稅前 EPS 約 0.58 元，削弱 2024 年獲利表現。

儘管 2024 年稅後 EPS 上修 13.3%至 3.33 元，但全球煉油與烯烴產能擴充干擾，及碳費開徵利空，評價 De-Rating，投資建議為持有。

1Q24 煉油利差回升，預期 2Q24 仍可維持

4Q23 油價下挫 20.9%，煉油利差萎縮。1Q24 油價盤堅，上漲 13.9%QTD，煉油利差由 9 美元改善至 12 美元以上。展望 2Q24，俄羅斯煉油廠遭攻擊，亞洲煉油廠歲修密集，供給受限，預期 2Q24 煉油利差有機會維持高檔。至於烯烴產品供需過剩，持續處於虧損狀態，展望欠佳。

1Q24 及 2024 年獲利各上修 34.3%/13.3%至 0.91 元/3.33 元

台塑化 4Q23 營業損失 4.67 億元，盈轉虧，稅後 EPS 為 0.15 元，季減 91.5%，低於預期 67.5%。2023 年稅後 EPS 為 2.30 元，年增 52.2%，但低於預期 12.2%。1Q24 煉油利差提升，營業利益上修 41.9%至 96.85 億元，稅後 EPS 上修 34.3%至 0.91 元，季增 493.5%，年增 94.6%。2Q24 煉油利差可望維持高檔，營業利益上修 22%至 86.7 億元，稅後 EPS 上修 8.6%至 0.88 元，季減 2.5%，優於 2Q23 之-0.12 元。預估 2024 年營業利益上修 19.5%至 345.12 億元，年增 124.0%，稅後 EPS 上修 13.3%至 3.33 元，年增 45.0%，年底淨值 36.64 元。

碳費開徵及產能擴充利空干擾，評價 De-Rating，建議持有

1Q24 油價盤堅，煉油利差改善，台塑化 1Q24 稅後 EPS 上修 34.3%至 0.91 元，獲利回穩。不過中長期而言，成品油及烯烴產品面臨全球產能擴充的競爭壓力，獲利改善空間受限，預估 2024 年稅後 EPS 為 3.33 元，仍低於 2021 年之前幾年獲利在 4 元以上水準。且 2024 年政府開徵碳費，推估一年營業成本將增 55.52 億元，影響稅前 EPS 約 0.58 元，削弱獲利表現，須留意此利空的影響，目前本淨約 1.87 倍本淨比，已跌破公司過去 3 年本淨比 2.0 倍-3.3 倍區間，評價雖偏低，但碳費利空及產能擴充的競爭壓力恐讓評價 De-Rating，投資建議為持有-超越同業，目標價由 88 元下調至 75 元，基於 2.05 倍本淨比及 2024 年預估每股淨值 36.64 元推得。

油價下挫，台塑化 4Q23 及 2023 年稅後 EPS 為 0.15 元和 2.3 元

台塑化 4Q23 營收 1,758.78 億元(原估 1,786.91 億元)，季減 8.7%，年減 9.4%，低於預期 1.6%，預估 4Q23 營益率下滑 9.6ppt 至-0.3%(原估 2.7%)，營業損失 4.67 億元(原估獲利 48.34 億元)，單季由盈轉虧，不如預期，但仍優於 4Q22 之大虧 128.51 億元，至於業外則有匯兌損失拖累，及麥寮汽電獲利減少的干擾，稅後 EPS 降至 0.15 元(原估 0.47 元)，低於預期 67.5%，季減 91.5%，但優於 4Q22 每股虧損 1.04 元。4Q23 營益率驟降，包括煉油利差萎縮，烯烴產品利差惡化，延續虧損狀態，以及認列原油存貨跌價損失 11.2 億元拖累所致。

2023 年營收 7,125.76 億元(原估 7,153.89 億元)，年減 16.0%，低於預期 0.4%，預估營益率改善 1.6ppt 至 2.2%(原估 2.9%)，營業利益 154.05 億元(原估 207.06 億元)，年增 184.2%，低於預期 25.6%，稅後 EPS 回升至 2.30 元(原估 2.62 元)，年增 52.2%，但低於預期 12.2%，年底淨值 35.31 元(原估 34.32 元)。2023 年獲利回升，乃受惠 3Q23 油價大漲，帶動柴油及汽油煉油利差提升，以及公用事業受惠煤炭成本降低，3Q23 獲利大幅改善所貢獻。

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	194,147	192,658	175,878	-8.7%	-9.4%	178,691	182,679	-1.6%	-3.7%
營業毛利	-10,155	21,180	2,381	-88.8%	--	7,594	8,029	-68.6%	-70.3%
營業利益	-12,851	18,055	-467	--	--	4,834	4,901	-109.7%	-
稅前利益	-12,434	21,103	150	-99.3%	--	5,631	5,603	-97.3%	-97.3%
稅後淨利	-9,884	17,156	1,455	-91.5%	--	4,505	4,409	-67.5%	-67.4%
調整後 EPS (元)	-1.04	1.80	0.15	-91.5%	--	0.47	0.46	-67.5%	-67.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	-5.2%	11.0%	1.4%	-9.6	6.6	4.3%	4.4%	-2.9	-3.0
營業利益率	-6.6%	9.4%	-0.3%	-9.6	6.4	2.7%	2.7%	-3.0	-2.9
稅後純益率	-5.1%	8.9%	0.8%	-8.1	5.9	2.5%	2.4%	-1.7	-1.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 1Q24 及 2024 年稅後 EPS 各上修至 0.91 元及 3.33 元

進入 1Q24，台塑化 2024 年 2 月營收增至 571.1 億元，月增 1.2%，年減 9.6%，優於預期。累積前 2 個月營收合計 1,135.62 億元，年減 8.5%。2 月營收分布，以煉油營收月增 5.4% 表現較佳，定檢結束，2 月煉油量增加，油品銷售增溫，油品價格也上漲。至於烯烴事業營收月減 8.4%，表現疲軟，係出貨量減少，抵銷價格回穩之貢獻。公用事業營收月減 15.4%，售電量及蒸汽銷售量雙降。台塑化營運以煉油事業表現較為穩健，煉油量增加，油價回穩，煉油利差提升，不過中國經濟復甦動能遲緩，下游買氣疲弱，需求展望欠佳，亦有農曆年節的干擾因素，拖累烯烴事業營運表現，預估 1Q24 營收下修 1.3% 至 1,741.19 億元(原估 1,764.57 億元)，季減 1.0%，年減 5.7%，煉油利差顯著提升，以及油價上漲的原油存貨評價利益貢獻，預估營益率改善 5.8ppt 至 5.6%(原估 3.9%)，營業利益增至 96.85 億元(原估 68.23 億元)，較前季虧損 4.67 億元改善，虧轉盈，且年增 126.0%，上修幅度達 41.9%，稅後 EPS 提升至 0.91 元，季增 493.4%，年增 94.6%，上修幅度達 34.3%。

展望 2Q24，中國經濟復甦遲緩，下游買氣疲弱，需求欠佳，加上新產能投放，市場回補庫存的備貨意願低迷，烯烴事業營運平淡，不過煉油事業受惠油價盤堅，且俄羅斯煉油廠遭攻擊後，產能恢復的時間點變數較大，成品油出口受阻，加上亞洲煉油廠歲修較密集，成品油供給受限制，以及汽油與柴油消費逐步增強，預期 2Q24 柴油及汽油價格及利差仍有機會維持高檔，抵銷烯烴事業疲軟的衝擊，預估 2Q24 營收提升至 1,802.14 億元(原估 1,773.39 億元)，季增 3.5%，年增 13.1%，上修幅度 1.6%，煉油利差維持，但少了原油存貨評價利益貢獻，預估營益率滑落 0.7ppt 至 6.5%(原估 5.7%)，營業利益 86.7 億元(原估 71.1 億元)，季減 10.5%，但優於 2Q23 之虧損 64.67 億元，上修幅度約 22.0%，業外有部分股利收入挹注，稅後 EPS 上修 8.6%至 0.88 元(原估 0.81 元)，季減 2.5%，優於 2Q23 之-0.12 元。

展望 2024 年，預期 OPEC+維持減產態度不變，且全球經濟復甦，可維繫油價於低檔整理，成品油及烯烴產品需求及價格亦可維持整理，利差持穩，本業獲利有機會延續改善。預估 2024 年營收上修 0.8%至 7,114.6 億元(原估 7,061.29 億元)，年減 0.2%，營益率改善 0.8ppt 至 4.9%(原估 4.1%)，營業利益增至 345.12 億元(原估 288.8 億元)，年增 124.0%，上修幅度 19.5%，稅後 EPS 改善至 3.33 元(原估 2.94 元)，年增 45.0%，上修幅度 13.3%，年底淨值 36.64 元(原估 35.3 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	184,642	175,878	174,119	-1.0%	-5.7%	176,457	169,825	-1.3%	2.5%
營業毛利	7,082	2,381	12,537	426.5%	77.0%	9,617	5,900	30.4%	112.5%
營業利益	4,284	-467	9,685	--	126.0%	6,823	3,964	41.9%	144.3%
稅前利益	5,360	150	10,790	7093.3%	101.3%	8,033	4,248	34.3%	154.0%
稅後淨利	4,436	1,455	8,632	493.5%	94.6%	6,426	4,462	34.3%	93.6%
調整後 EPS (元)	0.47	0.15	0.91	493.5%	94.6%	0.67	0.47	34.3%	95.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.8%	1.4%	7.2%	5.9	3.4	5.5%	3.5%	1.8	3.7
營業利益率	2.3%	-0.3%	5.6%	5.8	3.2	3.9%	2.3%	1.7	3.2
稅後純益率	2.4%	0.8%	5.0%	4.1	2.6	3.6%	2.6%	1.3	2.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2024 年政府開徵碳費，預估台塑化一年營業成本將增加 55.52 億元

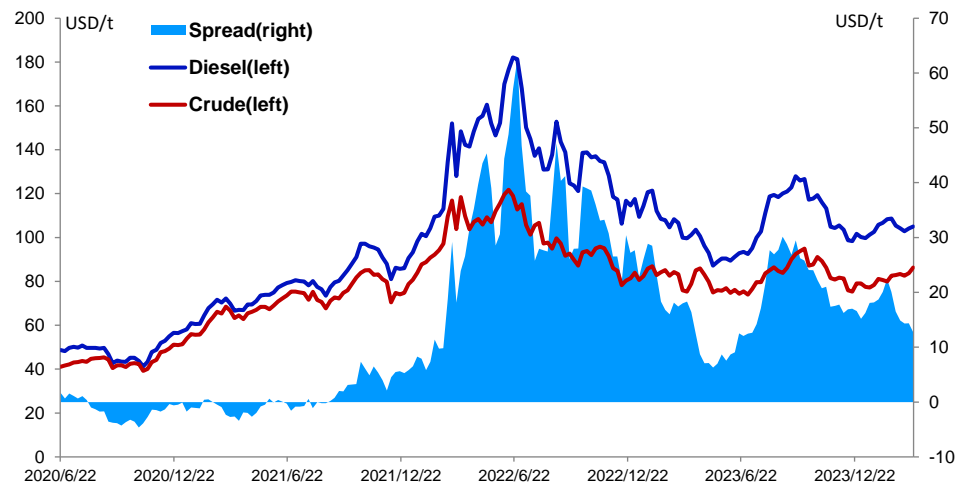
政府將於 2024 年啟動碳費開徵，依照 2024 年的碳排量開徵碳費，於 2025 年繳納。依照台塑化一年溫室氣體排放量約 2,660.2 萬噸，日前環境部釋出每噸碳費 10 美元(約 320 元台幣)作為計價標準，試算台塑化一年營業成本將增加約 85.13 億元，不過若拆分台塑化旗下事業，煉油及石化事業碳排量約 1,131.6 萬噸，公用事業碳排量約 1,528.6 萬噸，而公用事業碳排量則會與台塑、南亞及台化依據用電量劃分碳排量分攤比率，則台塑化一年營業成本將增加 55.52 億元，影響稅前 EPS 約 0.58 元，進而削弱 2024 年獲利展望，須留意此利空的影響，但目前實際開徵細節並未確定，仍持續需觀察。

俄羅斯煉油廠遭受攻擊，台塑化 1Q24 煉油利差改善，2Q24 有機會維持

煉油事業營運方面，以阿衝突及 OPEC+延長減產至 2023 年底的利多鈍化，且美國原油產量增加，加上中國及全球原油需求擔憂加重，造成油價 4Q23 單季跌幅則為 20.9%。油價處於弱勢格局，也造成台塑化 4Q23 平均煉油價差降至 9 美元，低於 3Q23 平均煉油價差 10.9 美元，獲利動能減緩。而 2024 年以來，OPEC+延長減產，以阿衝突持續，以及烏克蘭攻擊俄羅斯煉油廠等供給面利多因素激勵，油價於 1Q24 呈現盤堅格局，上漲 13.9%QTD，推動煉油價差改善，2024 年 1 月價差回升到 11.5 美元，2 月續增至 14.5 美元，3 月略為回落至 12 美元。展望 2Q24，由於俄羅斯煉油廠遭攻擊後，產能恢復的時間點變數較大，成品油出口受阻，加上亞洲煉油廠歲修較密集，成品油供給受限制，以及汽油與柴油消費逐步增強，預期 2Q24 柴油及汽油價格及利差仍有機會維持高檔。

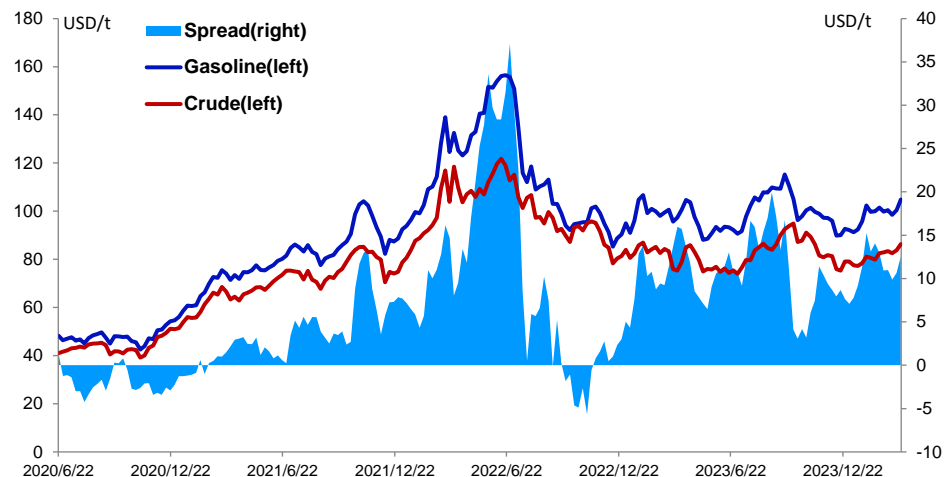
中長期而言，近幾年中國、中東及非洲持續有新建煉油廠陸續投產，汽油及柴油產能擴張，需求端，節能減排環保趨勢的潮流下，電動車銷售量增加，傳統燃油車銷售衰退，造成汽油及柴油需求成長受阻，供需格局偏向寬鬆，汽油及柴油價格及利差表現空間將受限。

圖 3：柴油及原油現貨價格及利差趨勢圖(美元/桶)



資料來源：Wind、元大投顧預估

圖 4：汽油及原油現貨價格及利差趨勢圖(美元/桶)

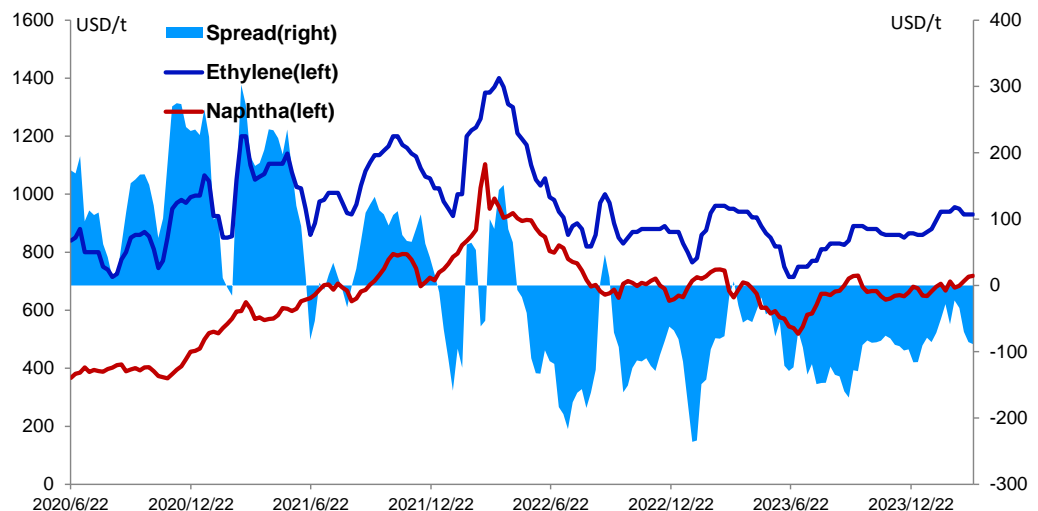


資料來源：Wind、元大投顧預估

烯烴新產能投放衝擊，烯烴價格及利差受壓，獲利表現不佳

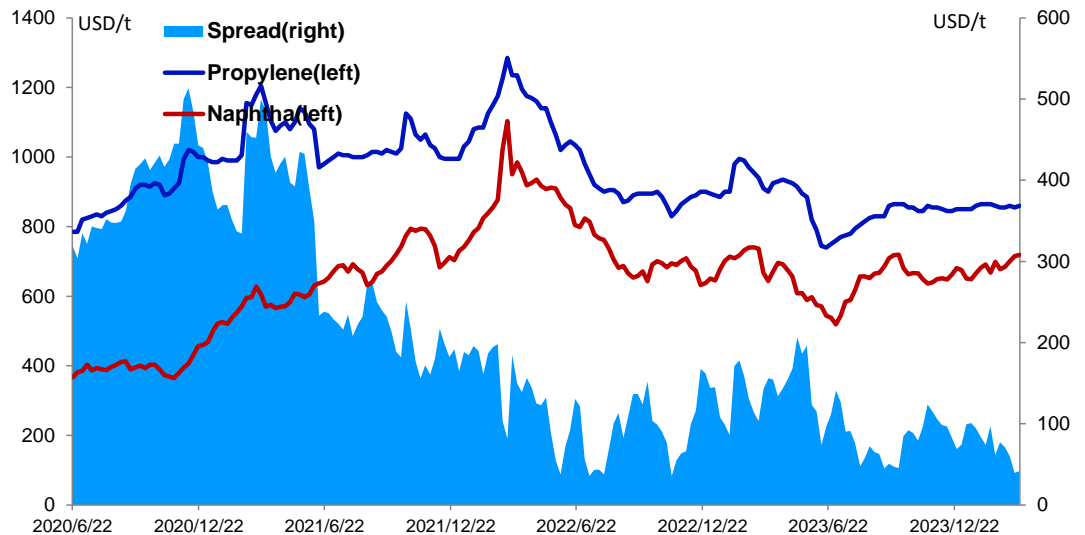
近幾年包括美國、中國及中東，持續有輕油裂解廠、乙烷裂解廠及 MTO、CTO 等新廠投產，全球烯烴產能擴張趨勢持續，供給呈現跳躍式增加，但需求端，中國房地產景氣疲弱，疫後消費型態由商品類消費轉為服務型消費，均造成石化品需求低迷，成長速度較緩，烯烴產品呈現供需寬鬆格局，拖累烯烴價格處於弱勢。4Q23 油價下挫，加上中國需求平淡，旺季不旺，拖累烯烴價格回檔，乙烯於 4Q23 單季小跌 2.8%，丙烯下跌 1.7%，丁二烯下跌 11.1%，表現弱勢。2024 年以來，中國需求未見起色，不過巴拿馬運河限航及紅海危機造成船運航期大亂，遠洋烯烴貨源減少，亦有揚子巴斯夫裂解裝置與浙江嘉興 MTO 裝置相繼停超檢修，供給下滑，搭配油價上漲的成本推動，乙烯上漲 7.5%QTD，丙烯上漲 1.2%QTD，而丁二烯勁揚 56.3%QTD，表現最強，乃丁二烯為裂解廠副產品，裂解廠稼動率偏低，丁二烯產量減少顯著所致。由於烯烴產品報價仍處在長期低檔區間，裂解廠也透過降低開工率減產，以維持價格，因此下跌空間有限，歐美通膨及升息的干擾淡化，庫存調整告一段落，需求有機會落底回溫，烯烴產品價格築底回穩，烯烴事業虧損收斂，可偏正面期待，惟全球烯烴產能大幅擴張的環境仍在，預期烯烴產品價格及利差改善空間仍將受到壓抑。

圖 5：乙烯及石油腦現貨價格及利差趨勢圖(美元/噸)



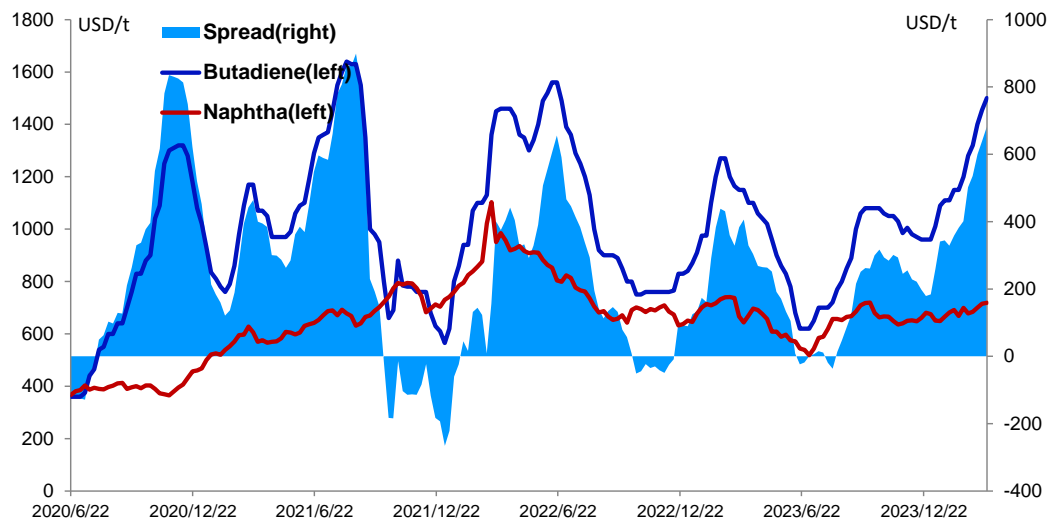
資料來源：Platts、元大投顧預估

圖 6：丙烯及石油腦現貨價格及利差趨勢圖(美元/噸)



資料來源：Platts、元大投顧預估

圖 7：丁二烯及石油腦現貨價格及利差趨勢圖(美元/噸)

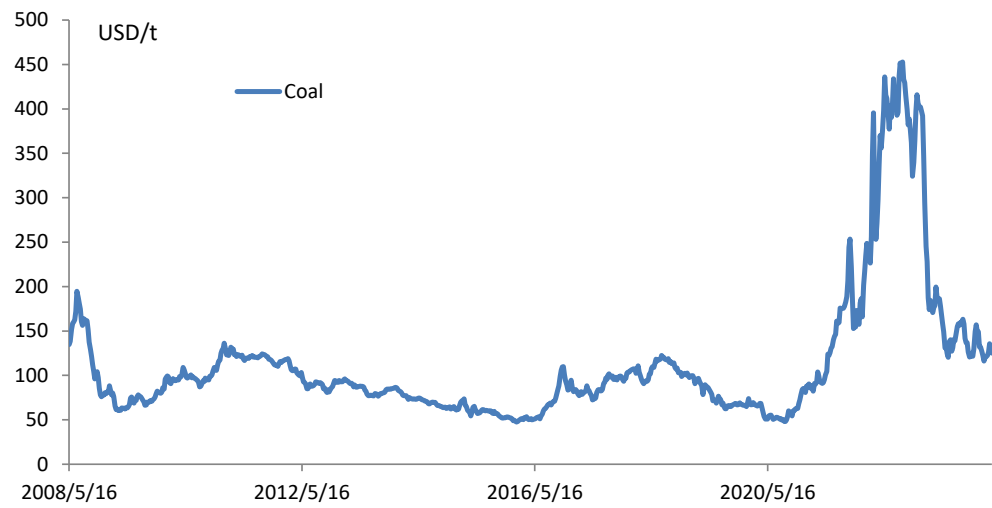


資料來源：Platts、元大投顧預估

煤炭價格修正，能源成本降低，公用事業部門獲利回穩

台塑化的公用事業部門，自用發電總裝置容量為 275 萬瓩，其中汽電共生裝置為 215 萬瓩，所生產的電力、蒸汽全數供應麥寮廠區使用。2022 年烏俄戰爭爆發，原油、天然氣及煤炭等能源成本大漲，而電價漲幅落後，導致公用事業部門陷入虧損，1Q22 及 2Q22 各自虧損 20.83 億元及 89.74 億元，而 3Q22 台塑化與集團其他三家公司協商調整電價以反映能源成本上漲，由原本一年調整電價一次改成每季度調整一次，3Q22 虧損縮減至 11.71 億元，而煤炭成本進一步滑落，4Q22 由虧轉盈，獲利 5.7 億元，不過 2022 年全年仍大虧 116.58 億元。2023 年以來煤炭價格修正，公用事業獲利改善，1Q23 獲利回升至 23.42 億元，2Q23 增至 26.17 億元，3Q23 受惠夏季電價調漲，獲利續增至 29.38 億元，4Q23 獲利回落至 11.46 億元，累積 2023 年獲利達 90.43 億元，對比 2022 年顯著改善。4Q23 乃係歲修干擾，加上電價調降回到原本正常水準所致。2024 年以來煤炭價格持續處於低檔整理，預期公用事業每季度獲利將重回傳統淡旺季的季節性波動，於在 20-25 億元之間波動，推估 2024 年公用事業獲利貢獻約 90-92 億元之間。

圖 8：澳洲動力煤現貨價格趨勢圖(美元/噸)



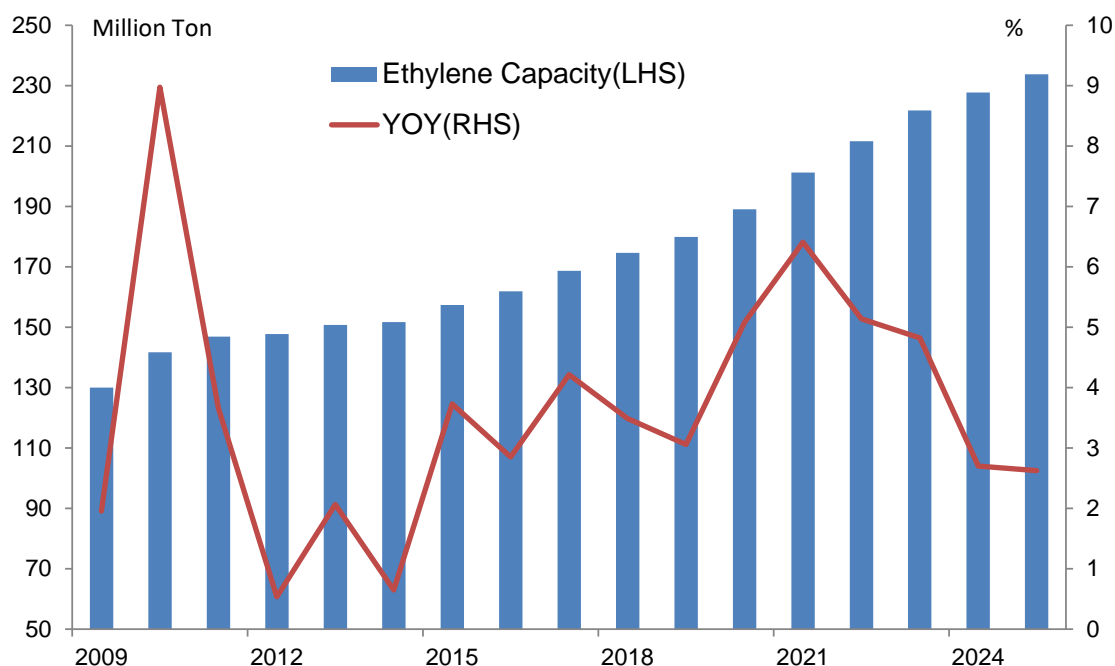
資料來源：Wind、元大投顧預估

產業概況

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 2023 年為投放高峰

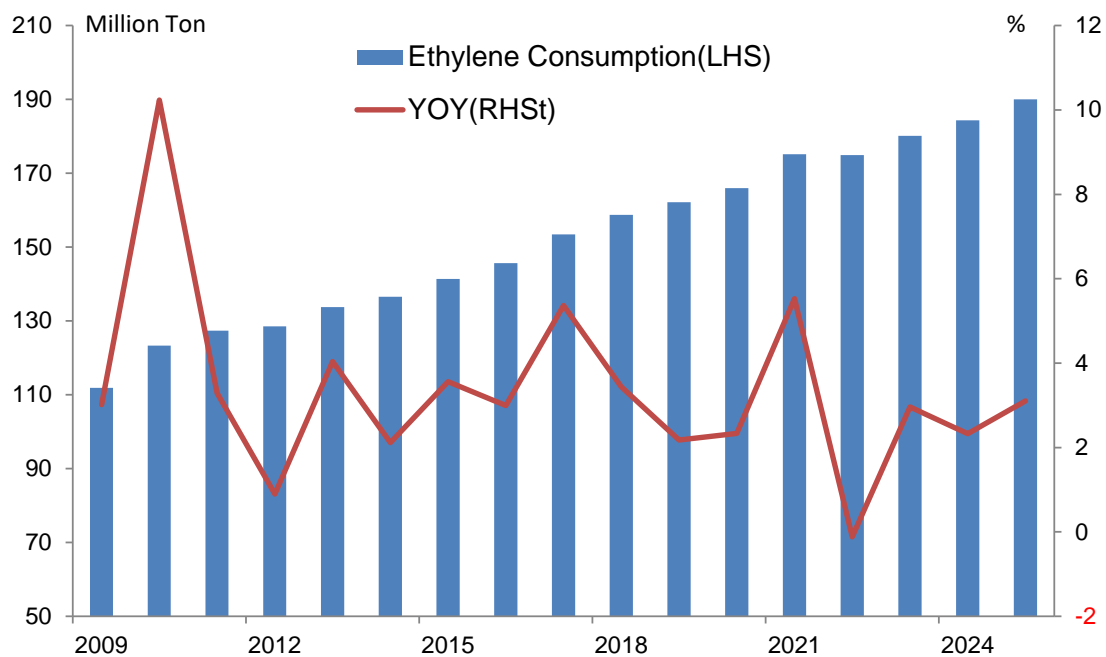
近幾年中國煉化一體的民營石化企業的石油腦入料乙烯產能進入投產高峰，包括恆力石化、浙江石化、盛虹連雲港、古雷石化、鎮海煉化，以及中石油揭陽廣東石化等企業，搭配北美的乙烷裂解的產能陸續開出，每一年新增產能達 1,000 萬噸以上，2023 年全球乙烯產能提升至 2.22 億噸，年增 4.8%，其中中國乙烯產能提升至 4,675 萬噸，超過美國 4,330 萬噸，為全球最大乙烯生產國。全球乙烯產能分布，亞洲佔比提升至 42% (其中中國佔比約 21.4%)，北美佔比 23% (其中美國佔比約 19.9%)，中東 16%，歐洲佔比降至 12%，拉美 3%，俄羅斯 3%，非洲 1%。

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 年全球乙烯產能有機會上看 2.5 億噸。另一方面，觀察過去幾年全球乙烯消費趨勢呈現穩定擴增的格局，2023 年乙烯消費量提升至 1.80 億噸，年增 3.0%，溫和成長態勢，不過仍低於乙烯產能擴張的幅度。以過去 5 年平均乙烯新增消費量約 450 萬噸，低於

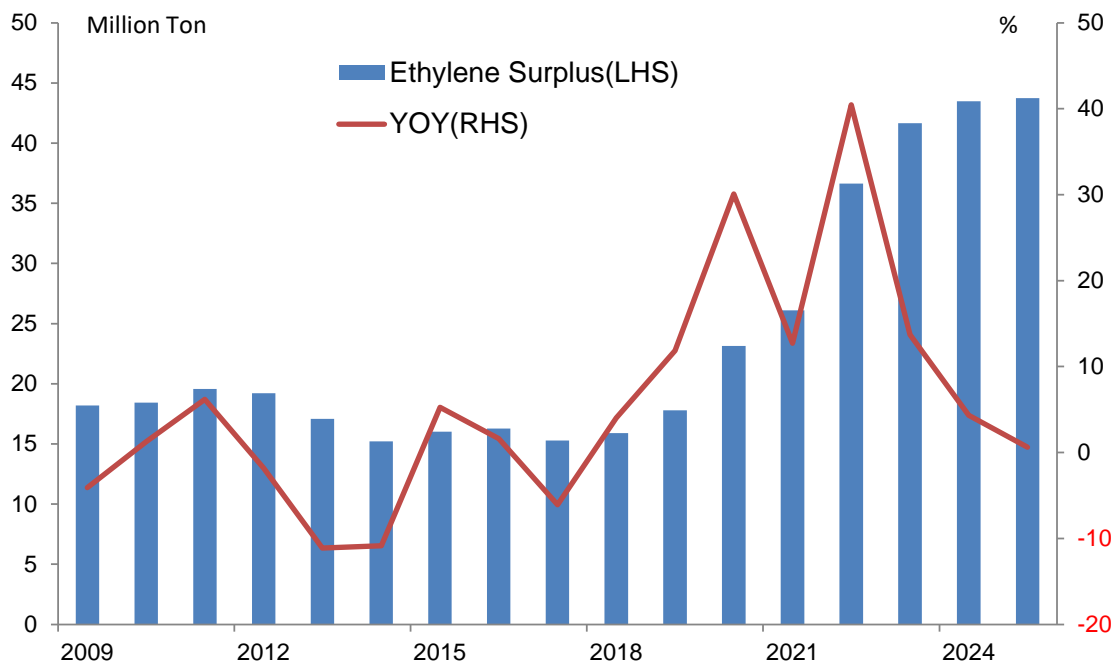
過去 5 年平均乙烯產能擴張的 945 萬噸，乙烯供需格局寬鬆，是造成近幾年乙烯價格積弱不振的主因。

圖 10：全球乙烯消費成長趨勢圖 (百萬噸)



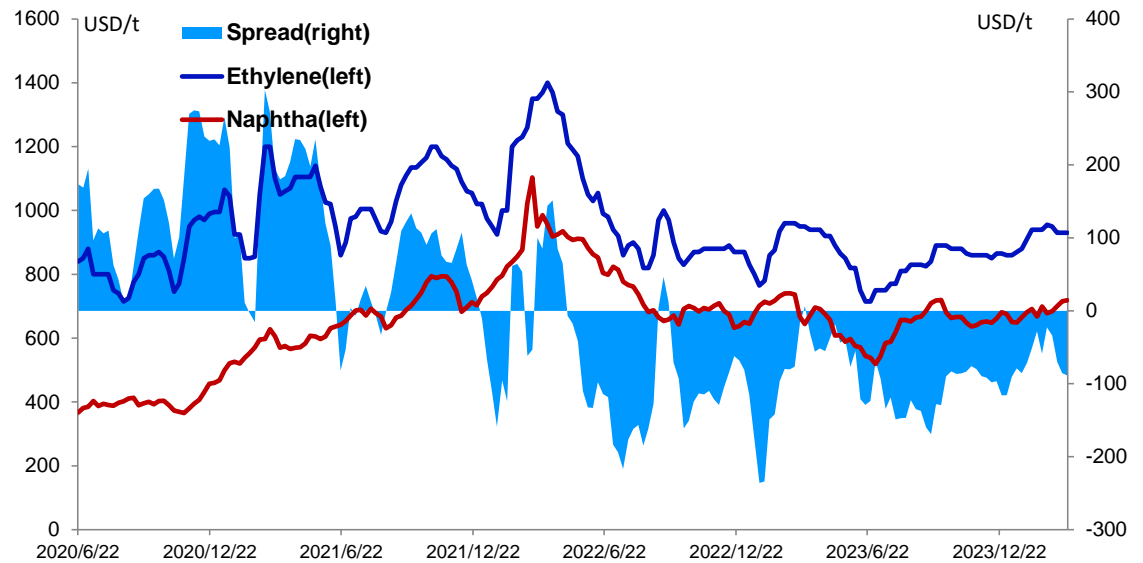
資料來源：Bloomberg、元大投顧

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。

獲利調整與股票評價

煉油利差改善，不過碳費開徵及競爭加劇，評價 De-Rating，投資建議為持有

OPEC+減產利多鈍化，美國原油產量增加，且全球原油需求擔憂加重，油價於 4Q23 下挫 20.9%，柴油及汽油價格及利差受壓抑，台塑化 4Q23 營益率下滑 9.6ppt 至-0.3%，營業損失 4.67 億元(原估獲利 48.34 億元)，單季盈轉虧，不如預期，稅後 EPS 降至 0.15 元，季減 91.5%，低於預期 67.5%。2023 年稅後 EPS 為 2.30 元，雖年增 52.2%，但低於預期 12.2%。

1Q24 中國需求疲弱及農曆年節干擾，烯烴事業仍處虧損，不過油價盤堅，煉油事業穩健，煉油利差提升，1Q24 營收下修 1.3%至 1,741.19 億元，季減 1.0%，年減 5.7%，不過營益率上修 1.7ppt 至 5.6%，營業利益上修 41.9%至 96.85 億元，虧轉盈，年增 126.0%，稅後 EPS 上修 34.3%至 0.91 元，季增 493.5%，年增 94.6%。預估 2Q24 煉油利差可維持高檔，抵銷烯烴事業疲軟衝擊，2Q24 營收上修 1.6%至 1,802.14 億元，季增 3.5%，年增 13.1%，營益率上修 0.8ppt 至 6.5%，營業利益上修 22%至 86.7 億元，季減 10.5%，業外有股利收入挹注，稅後 EPS 上修 8.6%至 0.88 元，季減 2.5%，優於 2Q23 之-0.12 元。預估 2024 年營收上修 0.8%至 7,114.6 億元，年減 0.2%，營益率改善 0.8ppt 至 4.9%，營業利益上修 19.5%至 345.12 億元，年增 124.0%，稅後 EPS 上修 13.3%至 3.33 元，年增 45.0%，年底淨值 36.64 元(原估 35.3 元)。

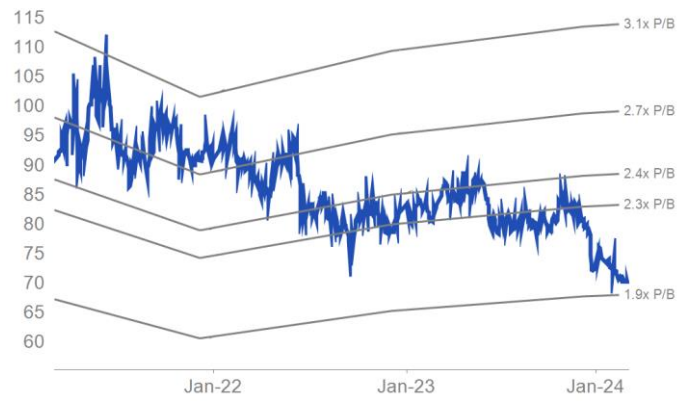
中長期而言，汽油、柴油等成品油以及烯烴產品面臨全球產能擴充的競爭壓力，獲利改善空間受限，復甦力道偏弱，預估 2024 年稅後 EPS 為 3.33 元，仍低於 2021 年之前幾年獲利在 4 元以上的水準。且 2024 年政府開徵碳費，推估台塑化一年營業成本將增加 55.52 億元，影響稅前 EPS 約 0.58 元，削弱 2024 年獲利表現，須留意此利空的影响，但目前實際開徵細節並未確定，仍需觀察。目前本淨約 1.87 倍本淨比，已跌破公司過去 3 年本淨比 2.0 倍-3.3 倍區間，評價雖偏低，但碳費利空及產能擴充的競爭壓力恐讓評價 De-Rating，投資建議為持有-超越同業，目標價由 88 元下調至 75 元，基於 2.05 倍本淨比及 2024 年預估每股淨值 36.64 元推得。

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	712,576	715,389	711,460	706,129	-0.4%	0.8%
營業毛利	27,023	32,236	46,312	40,164	-16.2%	15.3%
營業利益	15,405	20,706	34,512	28,880	-25.6%	19.5%
稅前利益	24,694	30,174	39,678	35,016	-18.2%	13.3%
稅後淨利	21,889	24,939	31,743	28,013	-12.2%	13.3%
調整後 EPS (元)	2.30	2.62	3.33	2.94	-12.2%	13.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	3.8%	4.8%	6.5%	5.7%	-0.7	0.8
營業利益率	2.2%	3.2%	4.9%	4.1%	-0.7	0.8
稅後純益率	3.1%	3.7%	4.5%	4.0%	-0.4	0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：12 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 15：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
台塑化	6505 TT	持有-超越同業	68.6	20,421	1.51	2.30	3.33	45.4	29.9	20.6	(70.9)	52.2	45.0
國際同業													
中石化	600028 SS	未評等	10.9	13,363	0.3	0.2	0.6	32.9	67.8	17.1	(74.8)	(51.5)	295.9
榮盛石化	002493 SZ	未評等	6.2	91,544	0.5	0.6	0.6	11.3	10.6	9.9	(6.7)	6.8	6.8
恒力石化	600346 SS	未評等	13.7	11,536	0.3	1.1	1.5	41.6	12.5	9.3	(85.1)	232.5	34.5
樂天化學	011170 KS	未評等	120,000	4,208	1,716.4	1,066.1	9,362.9	69.9	112.6	12.8	(95.4)	(37.9)	778.2
LG 化學	051910 KS	未評等	440,000	24,662	23,361	23,783	36,994	18.8	18.5	11.9	(46.0)	1.8	55.5
國際同業平均								34.9	44.4	12.2	(61.6)	30.4	234.2
國內同業													
台塑	1301 TT	未評等	68.1	14,734	5.7	2.1	3.2	12.0	32.8	21.2	(49.3)	(63.4)	54.2
南亞	1303 TT	未評等	55.1	15,505	4.0	1.6	3.0	13.6	34.1	18.1	(60.5)	(60.1)	88.2
台聚	1304 TT	持有-超越同業	16.0	698	1.3	(0.2)	(0.8)	12.2	-	-	(70.0)	-	-
華夏	1305 TT	持有-超越同業	18.1	383	(0.6)	0.6	(0.1)	-	30.7	-	(115.0)	-	-
國喬	1312 TT	未評等	13.1	528	(0.5)	(0.8)	0.7	-	-	20.0	(108.6)	-	-
國際同業平均			--	--	2.0	0.7	1.2	12.6	32.5	19.8	(80.7)	(61.7)	71.2

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 16：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
台塑化	6505 TT	持有-超越同業	68.6	20,421	4.2	6.4	9.0	32.80	35.31	36.64	2.1	1.9	1.9
國際同業													
中石化	600028 SS	未評等	10.9	13,363	7.0	3.2	12.1	4.7	4.7	5.2	2.3	2.3	2.1
榮盛石化	002493 SZ	未評等	6.2	91,544	8.5	8.8	9.1	6.5	6.8	7.0	1.0	0.9	0.9
恒力石化	600346 SS	未評等	13.7	11,536	16.3	13.3	15.9	7.5	8.3	9.3	1.8	1.6	1.5
樂天化學	011170 KS	未評等	120,000	4,208	0.4	0.2	2.5	402,551	359,315	359,401	0.3	0.3	0.3
LG 化學	051910 KS	未評等	440,000	24,662	16.7	5.7	8.4	403,497	438,763	468,774	1.1	1.0	0.9
國際同業平均			--	--	9.8	6.2	9.6				1.3	1.2	1.1
國內同業													
台塑	1301 TT	未評等	68.1	14,734	9.5	3.8	6.3	56.2	55.1	57.4	1.2	1.2	1.2
南亞	1303 TT	未評等	55.1	15,505	8.1	3.8	6.5	47.3	47.8	49.5	1.2	1.2	1.1
台聚	1304 TT	持有-超越同業	16.0	698	(0.1)	(3.9)	(4.4)	20.6	19.6	18.4	0.8	0.8	0.9
華夏	1305 TT	持有-超越同業	18.1	383	(3.1)	3.9	(0.5)	16.3	16.5	16.1	1.1	1.1	1.1
國喬	1312 TT	未評等	13.1	528				35.4	33.8	34.5	0.4	0.4	0.4
國際同業平均			--	--	3.6	1.9	2.0	35.1	34.7	35.3	1.1	1.1	1.1

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 17：季度及年度簡明損益表 (合併)

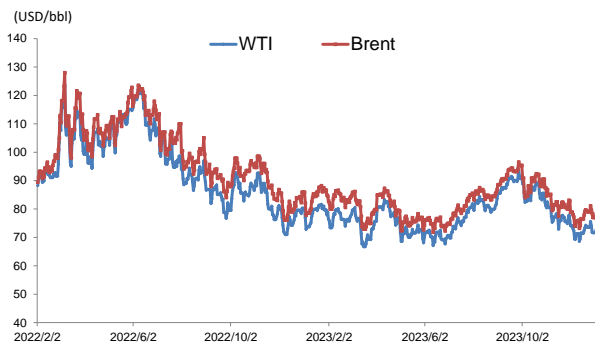
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	184,642	159,397	192,658	175,878	174,119	180,214	175,708	181,419	712,576	711,460
銷貨成本	(177,560)	(163,018)	(171,478)	173,497	161,583	168,500	162,354	172,711	685,554	665,148
營業毛利	7,082	(3,621)	21,180	2,381	12,537	11,714	13,354	8,708	27,023	46,312
營業費用	(2,798)	(2,846)	(3,126)	2,849	2,852	3,044	2,875	3,029	11,618	11,800
營業利益	4,284	(6,467)	18,055	(467)	9,685	8,670	10,479	5,679	15,405	34,512
業外利益	1,076	4,547	3,049	617	1,105	1,854	1,224	982	9,289	5,166
稅前純益	5,360	(1,920)	21,103	150	10,790	10,524	11,703	6,661	24,694	39,678
所得稅費用	(926)	752	(3,950)	(1,306)	2,158	2,105	2,341	1,332	2,818	7,936
少數股東權益	(1)	(10)	(3)	0	0	0	0	0	(13)	0
歸屬母公司稅後純益	4,436	(1,158)	17,156	1,455	8,632	8,419	9,363	5,328	21,889	31,743
調整後每股盈餘(NT\$)	0.47	(0.12)	1.80	0.15	0.91	0.88	0.98	0.56	2.30	3.33
調整後加權平均股數(百萬股)	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526	9,526
重要比率										
營業毛利率	3.8%	-2.3%	11.0%	1.4%	7.2%	6.5%	7.6%	4.8%	3.8%	6.5%
營業利益率	2.3%	-4.1%	9.4%	-0.3%	5.6%	4.8%	6.0%	3.1%	2.2%	4.9%
稅前純益率	2.9%	-1.2%	11.0%	0.1%	6.2%	5.8%	6.7%	3.7%	3.5%	5.6%
稅後純益率	2.4%	-0.7%	8.9%	0.8%	5.0%	4.7%	5.3%	2.9%	3.1%	4.5%
有效所得稅率	17.3%	--	18.7%	870.7%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	--	--
季增率(%)										
營業收入	-4.9%	-13.7%	20.9%	-8.7%	-1.0%	3.5%	-2.5%	3.3%		
營業利益	--	--	--	--	--	-10.5%	20.9%	-45.8%		
稅後純益	--	--	--	-91.5%	493.5%	-2.5%	11.2%	-43.1%		
調整後每股盈餘	--	--	--	-91.5%	493.5%	-2.5%	11.2%	-43.1%		
年增率(%)										
營業收入	-0.5%	-33.4%	-15.9%	-9.4%	-5.7%	13.1%	-8.8%	3.2%	-16.0%	-0.2%
營業利益	-73.1%	--	--	--	126.0%	--	-42.0%	--	184.2%	124.0%
稅後純益	-67.4%	--	--	--	94.6%	--	-45.4%	266.3%	52.2%	45.0%
調整後每股盈餘	-67.4%	--	--	--	94.6%	--	-45.4%	266.3%	52.2%	45.0%

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

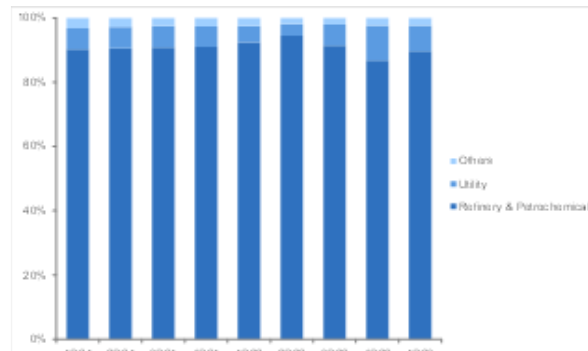
台塑石化股份有限公司(6505.TW)成立於 1992 年，由台塑、南亞、台化等公司共同出資成立，為國內唯一之民營石油煉製業者，且石油製品及石化原料產能規模位居國內第一。另有合格汽電共生系統，供應台塑企業麥寮廠區各工廠所需之蒸汽、電力等各項公用流體。公司主要業務分為油品及煉油、烯烴事業。油品銷售方面，主要以國內市場需求為優先，內銷占 67%，外銷占 33% (馬來西亞 5%、韓國 4%、菲律賓 2%、新加坡 5%、大陸 2%)，汽柴油在國內市占率約 23%。塑化事業方面，乙烯在國內市占率約 70%。主要客戶為台塑、台化、南亞、國喬、台橡、台達化等國內下游石化廠。

圖 18：原油價格



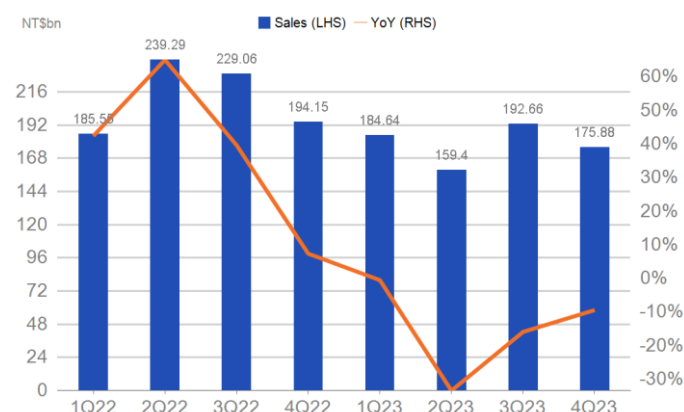
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：營收組成



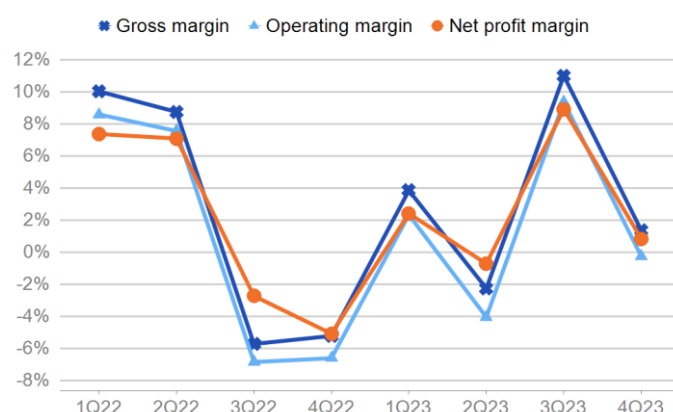
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



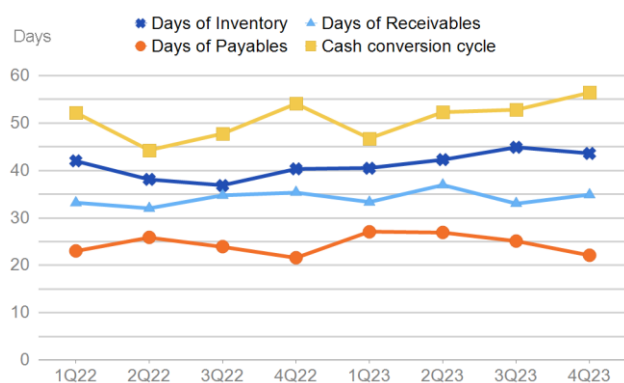
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



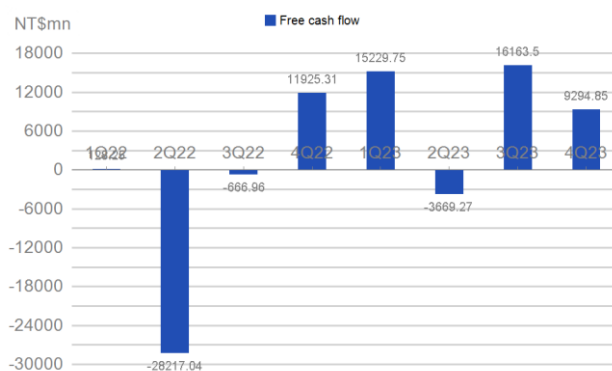
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：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：** 台塑化整體的 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，但在石油和天然氣精煉和營銷行業中的公司中排名略為領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 台塑化的整體曝險屬於中等水準，略優於石油和天然氣精煉和營銷行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含職業健康與安全、碳產品和服務以及排放、汙水和廢物等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 台塑化在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力強大。高管薪酬與 ESG 績效目標掛鉤。同樣，環保政策也被認為是強有力的。然而，薪酬政策中沒有明確提及 ESG 目標，公司的舉報計劃也被評估為薄弱。

圖 24：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	31.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	49.1
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	41.7
風險評級	高 
同業排行(1~100，1 為最佳)	30

資料來源：Sustainalytics (2024/3/28)

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	64,472	36,510	37,907	46,145	44,814
存貨	72,713	86,408	76,658	78,543	81,341
應收帳款及票據	50,856	54,972	48,816	49,998	50,268
其他流動資產	101,545	89,313	94,410	93,913	95,293
流動資產	289,586	267,203	257,790	268,599	271,717
採用權益法之投資	29,961	28,679	48,148	51,172	53,957
固定資產	97,933	92,780	87,545	87,510	88,796
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	41,277	33,120	22,680	22,767	23,101
非流動資產	169,172	154,579	158,372	161,448	165,854
資產總額	458,757	421,781	416,162	430,047	437,571
應付帳款及票據	26,675	19,606	17,962	18,990	19,382
短期借款	175	6,582	114	142	144
什項負債	31,072	43,596	26,413	26,413	26,413
流動負債	57,922	69,785	44,490	45,545	45,939
長期借款	0	0	22,200	22,055	22,379
其他負債及準備	39,068	34,712	8,254	8,538	8,663
長期負債	39,068	34,712	30,454	30,593	31,042
負債總額	96,990	104,496	74,943	76,138	76,982
股本	95,260	95,260	95,260	95,260	95,260
資本公積	31,421	31,421	31,422	31,422	31,422
保留盈餘	194,467	173,047	184,550	197,241	203,921
什項權益	36,268	12,761	25,102	25,102	25,102
歸屬母公司之權益	357,414	312,488	341,218	353,909	360,589
非控制權益	4,353	4,797	4,884	4,884	4,884
股東權益總額	361,767	317,285	341,218	353,909	360,589

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	49,364	14,400	21,876	31,743	30,487
折舊及攤提	14,500	16,246	16,163	17,699	18,048
本期營運資金變動	(24,935)	(24,794)	23,469	(2,040)	(2,676)
其他營業資產及負債變動	(3,402)	(15,035)	(16,124)	665	(734)
營運活動之現金流量	35,526	(9,183)	45,384	48,067	45,125
資本支出	(10,550)	(7,647)	(8,372)	(17,664)	(19,334)
本期長期投資變動	1,493	(1,282)	(2,547)	(3,024)	(2,786)
其他資產變動	2,347	5,065	(16,124)	665	(734)
投資活動之現金流量	(6,710)	(3,864)	(7,867)	(20,913)	(22,537)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(97)	22,808	(24,218)	1,195	844
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(5,621)	(36,198)	(10,479)	(19,052)	(23,807)
其他調整數	(1,449)	(1,810)	(16,124)	665	(734)
融資活動之現金流量	(7,167)	(15,201)	(36,119)	(18,916)	(23,919)
匯率影響數	(144)	286	(2)	0	0
本期產生現金流量	21,506	(27,962)	1,396	8,238	(1,331)
自由現金流量	24,976	(16,830)	33,035	30,403	25,791

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	620,062	848,049	712,576	711,460	721,918
銷貨成本	(554,282)	(831,833)	685,554	665,148	677,158
營業毛利	65,780	16,216	27,023	46,312	44,760
營業費用	(10,602)	(10,795)	11,618	11,800	11,985
推銷費用	(5,379)	(5,919)	6,477	6,606	6,719
研究費用	(311)	(407)	405	396	400
管理費用	(4,740)	(4,431)	4,800	4,798	4,866
其他費用	(173)	(39)	(65)	0	0
營業利益	55,177	5,420	15,405	34,512	32,775
利息收入	344	471	752	671	652
利息費用	(376)	(557)	427	345	333
利息收入淨額	(32)	(86)	1,179	1,016	985
投資利益(損失)淨額	493	(688)	2,983	2,942	2,988
匯兌損益	1,415	5,153	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	3,432	7,169	5,127	1,208	1,361
稅前純益	60,485	16,968	24,694	39,678	38,109
所得稅費用	(11,121)	(2,569)	2,818	7,936	7,622
少數股權淨利	(38)	(22)	(13)	0	0
歸屬母公司之稅後純益	49,401	14,422	21,889	31,743	30,487
稅前息前折舊攤銷前淨利	75,361	33,771	41,182	57,703	56,475
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.19	1.51	2.30	3.33	3.20

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	49.3	36.8	(16.0)	(0.2)	1.5
營業利益	1892.8	(90.2)	184.2	124.0	(5.0)
稅前息前折舊攤銷前淨利	225.3	(55.2)	21.9	40.1	(2.1)
稅後純益	569.6	(70.8)	51.9	45.1	(4.0)
調整後每股盈餘	565.4	(70.9)	52.2	45.0	(4.0)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	10.6	1.9	3.8	6.5	6.2
營業利益率	8.9	0.6	2.2	4.9	4.5
稅前息前淨利率	9.7	1.9	3.5	5.6	5.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	12.2	4.0	5.8	8.1	7.8
稅前純益率	9.8	2.0	3.5	5.6	5.3
稅後純益率	8.0	1.7	3.1	4.5	4.2
資產報酬率	11.8	3.3	5.3	7.4	7.0
股東權益報酬率	14.6	4.2	6.4	9.0	8.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	26.8	32.9	22.0	21.5	21.4
淨負債權益比(%)	(17.8)	(9.4)	(4.6)	(6.8)	(6.2)
利息保障倍數 (倍)	161.8	31.5	(58.6)	(115.9)	(115.3)
流動比率 (%)	500.0	382.9	579.4	589.7	591.5
速動比率 (%)	337.2	228.2	407.1	417.3	414.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(64,297)	(29,928)	(15,592)	(23,947)	(22,290)
調整後每股淨值 (NT\$)	37.52	32.80	35.31	36.64	37.34
評價指標 (倍)					
本益比	13.2	45.4	29.9	20.6	21.4
股價自由現金流量比	26.2	--	19.8	21.5	25.3
股價淨值比	1.8	2.1	1.9	1.9	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.7	19.4	15.9	11.3	11.6
股價營收比	1.1	0.8	0.9	0.9	0.9

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

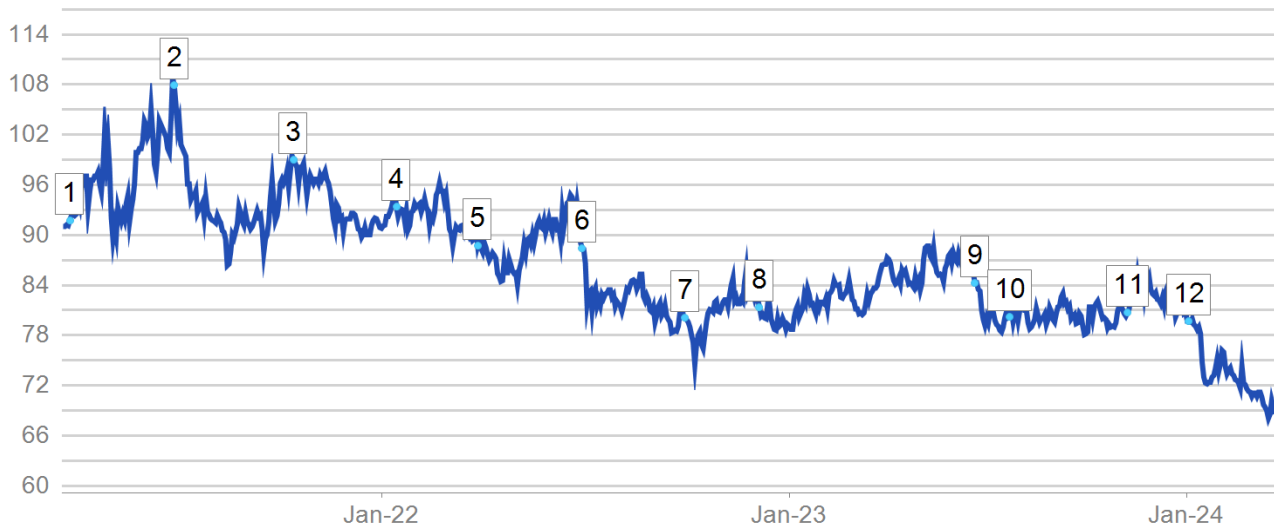
附錄：重要揭露事項

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。

台塑化 (6505 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210406	97.40	118.00	111.19	買進	李侃奇
2	20210706	114.50	130.00	122.49	持有-超越同業	李侃奇
3	20211019	105.00	115.00	109.00	持有-超越同業	李侃奇
4	20220114	98.50	105.00	99.52	持有-落後同業	李侃奇
5	20220407	93.60	100.00	94.78	持有-落後同業	李侃奇
6	20220707	90.30	106.00	104.68	持有-超越同業	李侃奇
7	20221004	81.10	68.00	67.15	賣出	李侃奇
8	20221207	83.30	70.00	69.13	賣出	李侃奇
9	20230630	85.30	90.00	90.00	持有-超越同業	蔡爵丞
10	20230731	80.20	90.00	90.00	持有-超越同業	蔡爵丞
11	20231113	80.70	90.00	90.00	持有-超越同業	蔡爵丞
12	20240104	79.70	88.00	88.00	持有-超越同業	蔡爵丞

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>.