

上緯投控 (3708 TT) Swancor

高質化可回收產品放量在即

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$200.0

收盤價 (2024/05/06) : NT\$158.0
隱含漲幅 : 26.6%

營收組成 (2023)

環保耐蝕材料 42%、環保綠能材料 32%、碳纖維複合材料 15%、循環再生材料 1%、其他 10%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	200.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	8.4	--
2024年EPS	3.0	--

交易資料表

市值	NT\$16,240百萬元
外資持股比率	8.4%
董監持股比率	19.4%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$74.80
負債比	39.3%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	9,771	7,295	8,441	11,739
營業利益	473	230	431	1,021
稅後純益	903	1,256	297	718
EPS (元)	9.36	12.88	3.05	7.36
EPS YoY (%)	363.1	37.6	-76.3	141.5
本益比 (倍)	16.9	12.3	51.9	21.5
股價淨值比 (倍)	2.3	2.0	2.1	2.0
ROE (%)	13.2	16.8	4.2	9.3
現金殖利率 (%)	3.2%	4.5%	1.1%	2.6%
現金股利 (元)	5.00	7.08	1.68	4.05

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

- 可回收產品將於 2025-2026 年與西門子歌美颯展開合作，潛在客戶尚包含 3 家國際客戶、1 家中國客戶，將進一步帶動需求量增長。
- 預估上緯 2024/25 年可回收材料營收將年增 725%/540%，營收佔比達 5%/25%，毛利率優於傳統樹脂 10-15 ppts，帶動營運結構性轉強。
- 可回收材料將於 2H24 初步放量，上緯 2025-2026 年向上動能明確，初次評等給予買進，目標價 200 元 (27x 2025 EPS 7.36 元)。

新產品已取得突破性進展，與西門子歌美颯簽署 2026 年意向書

上緯 2021 年研發出環氧樹脂「EzCiclo 易可收」，回收率達≥95%，可解決自 1935 年以來熱固型環氧樹脂無法回收之問題，近期取得突破性進展，與西門子歌美颯簽署意向書，自 2026 年起，上緯供應給西門子歌美颯的風機樹脂將全部為可回收體系。2023 年西門子歌美颯全球風機市佔率 7%，預估 2025/2026 年將分別新增 9GW/10GW 的風機裝置量，隱含 3.6 萬/4 萬噸的可回收樹脂潛在年需求量，預估每年可貢獻上緯 30-40 億元的營收。

上緯可回收材料 2026 年產能將擴大 10 倍至 10 萬噸

上緯目前可回收材料產能僅將近 1 萬噸，展望未來，隨可回收產品打入歐洲風電市場，並於 2025-2026 年間逐步取代傳統樹脂業務，上緯 2025/2026 年可回收材料產能預計擴大至 5 萬/10 萬噸。本中心長期看好可回收材料趨勢，除西門子歌美颯外，國際大廠 Vestas、GE、Orsted 等皆紛紛宣示 2030-2040 年葉片/風機要達到 100%可回收，上緯目前洽談中的潛在客戶尚包含 3 家國際客戶、1 家中國客戶，本中心看好將進一步帶動需求量的增長。

可回收材料放量帶動營運結構性轉強，給予買進評等

本中心預估上緯 2024/2025 年可回收材料營收將年增 725%/540%，營收佔比達 5%/25%，可回收材料毛利率優於傳統樹脂 10-15 ppts，帶動產品組合轉強，將推升 2024/2025 年 EPS 至 3.05 元/7.36 元。目前股價交易於 52 倍/22 倍 2024/2025 年預估每股盈餘，考量上緯 1) 技術能力領先同業，且可回收材料客戶認證期間長達 1-2 年，預估短期內仍難有競爭者；2) 持續朝向高利潤非中國市場布局，不斷提高國際市場市佔率，因此根據 2025 EPS 7.36 元、目標本益比 27 倍，推得目標價 200 元，給予買進評等。

營運分析

上緯為全球第二大及亞洲第一大之乙烯基酯樹脂廠商

上緯成立於 1992 年，為專業特用化學品製造廠商，專精於乙烯基酯樹脂與 SMC(片狀模塑膠)/BMC(塊狀模料)用低收縮劑領域。外銷市場由亞洲擴及全球，所創立的「SWANCOR」為全球知名品牌，並成為全球第二大及亞洲第一大之乙烯基酯樹脂廠商，跨足碳纖維材料與離岸風電兩大新事業佈局。2023 年營收佔比為環保耐蝕材料 42%、環保綠能材料 32%、碳纖複合材料 15%、循環再生材料 1%、其他 10%。

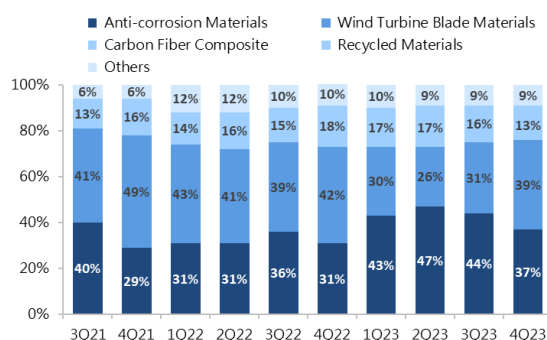
本中心長期看好上緯循環再生材料產品，近期已取得突破性進展，與西門子歌美颯簽署 2026 年意向書，推算隱含約 4 萬噸的可回收樹脂年需求量，每年可貢獻上緯 30-40 億元的營收，且毛利率優於傳統樹脂 10-15ppts，使上緯營運結構性轉強。展望未來，上緯目前洽談中的潛在客戶尚包含 3 家國際客戶、1 家中國客戶，本中心預估將進一步帶動需求量的增長，2023 年可回收業務營收佔比僅 1%，佔 2024/2025 年分別將年增 725%/540%，營收規模 5 億元/30 億元，佔比達 5%/25%。

圖 1：上緯四大業務事業亮點及營收成長率預估

	2023 營收佔比	主要產品	主要應用/成長動能	毛利率	2024F 營收 YoY	2025F 營收 YoY
環保耐蝕	42%	乙烯基酯/ 特種不飽和聚酯樹脂	覆蓋化工、食品製藥、環保、能源、 電子電氣、航空航天、醫療設備等	15-20%	5-8%	中個位數
環保綠能	32%	灌注樹脂、手糊樹脂、 模具樹脂、膠粘劑、 預浸料樹脂、拉擠樹脂	應用於風電葉片、大樑等部件，主要 銷售於中國，未來將提高海外比重	12-18%	15-20%	雙位數
碳纖複合	15%	拉擠板材、預浸布、熱 塑性板材、碳纖維部件	主要應用於風電葉片的大樑、 運動休閒產業	12-17%	20%	雙位數
循環再生	1%	可回收 EzCiclo、裂解液 CleaVER、微波降解等	2026 年與西門子簽訂合作意向書， 可回收產品取得突破性進展	20-30%	725%	540%

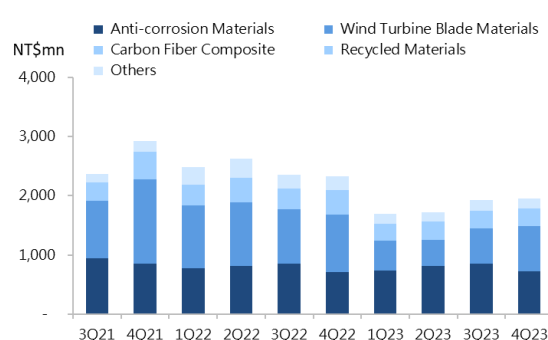
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 2：上緯營收組成趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：上緯營收趨勢

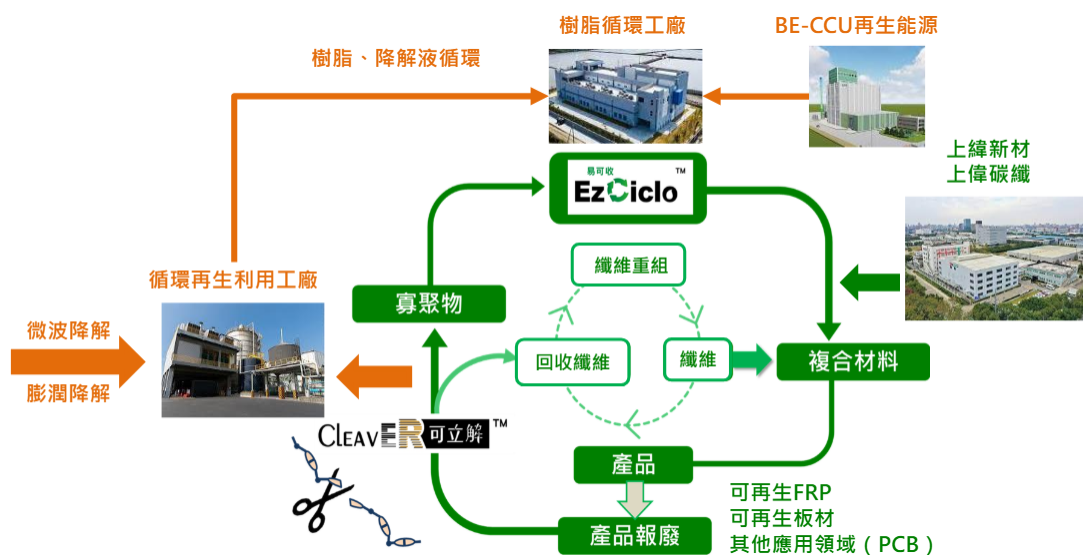


資料來源：公司資料、元大投顧

循環創新產品已取得突破性進展，上緯與西門子歌美颯簽署 2026 年意向書

上緯以循環經濟思維出發，2021 年研發出可回收利用的環氧樹脂「EzCiclo 易可收」與其配套的化學降解液「CleaVER 可立解」。2024 年 3 月上緯與西門子歌美颯簽署意向書（LOI），自 2026 年起，上緯供應給西門子歌美颯的風機樹脂將全部為可回收體系。有別於傳統退役葉片處理方式採掩埋及焚燒為主，「EzCiclo」複合材料回收率達 $\geq 95\%$ ，可解決自 1935 年以來熱固型環氧樹脂無法回收之問題，並經過「CleaVER」技術回收成纖維及低聚物，整理後循環再生利用。除了風電產業外，目前已商品化的可回收產品包含：碳纖維自行車、鞋材；試驗中的有：乾式變壓器、CCL 印刷電路板、EMC 封裝材料等，未來尚包含新能源車體、船舶等，產品應用多元。

圖 4：上緯閉環循環再生利用

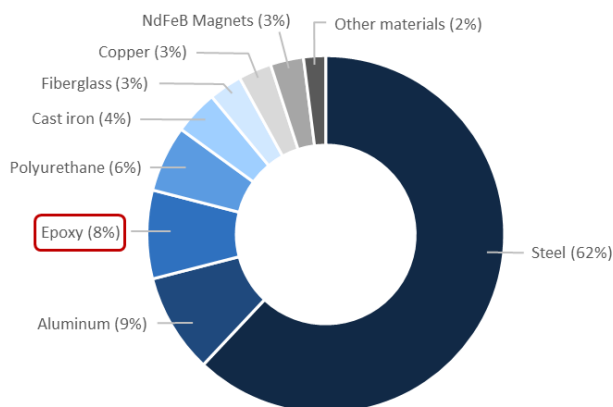


資料來源：上緯、元大投顧

上緯可回收材料為西門子獨家供應商，目前仍難有競爭者

西門子歌美颯近年來積極推動淨零轉型，從改良材料組建效率、優化製造流程，到最終的廢棄材料再生回收，皆盡可能降低供應鏈碳足跡。其中環氧樹脂約佔風電材料碳排量的 8%，上緯 EzCiclo 可回收熱固樹脂取得多項專利，以及 SGS ISO14067 碳足跡國際認證，過往的競爭者包含印度 Aditya Birla 集團，2021 年該集團曾與西門子合作 Recyclamine 可回收產品，然而技術競爭上由上緯領先，取得西門子 2026 年風電可回收材料合作資格。展望未來，本中心認為上緯具備先進者優勢，技術能力領先同業，且可回收材料客戶認證期間長達 1-2 年，預估短期內仍難有競爭者。

圖 5：風電材料碳排量來源佔比



資料來源：西門子歌美颯、元大投顧

西門子歌美颯 2025/2026 年可回收材料需求規模預估達 30-40 億元

2023 年全球新增風電裝置量達 116.6GW，年增 50.3%，其中西門子哥美颯 2023 年新增裝機容量為 7.7GW，全球市佔率 7%。以 2023-2028 全球風機新增裝置量 CAGR 9.4%推算，西門子歌美颯 2025/2026 年將分別新增 9GW/10GW 的風機容量，而 1GW 約需要 0.4 萬噸的可回收樹脂，隱含 3.6 萬噸/4 萬噸的可回收樹脂潛在年需求量，預估每年可貢獻上緯 30-40 億元的營收。

圖 6：2023 年全球十大風電整機製造商新增裝置容量排行榜

公司	2023 年新增裝置量(GW)	換算市佔率	公司	2023 年新增裝置量(GW)	換算市佔率
金風科技(中)	16.4	14%	奇異(美)	8.1	7%
遠景能源(中)	15.4	13%	三一重能(中)	7.9	7%
維斯塔斯(丹)	13.4	11%	西門子哥美颯(西)	7.7	7%
運達能源(中)	10.4	9%	諾達克斯(德)	6.7	6%
明陽智能(中)	9	8%	東方電氣(中)	6	5%

資料來源：BNEF、元大投顧

上緯可回收材料 2026 年產能將擴大 10 倍至 10 萬噸

上緯目前可回收材料產能僅將近 1 萬噸，2024 年底預估提升至 2 萬噸，展望未來，隨可回收產品打入歐洲風電市場，並於 2025-2026 年間逐步取代傳統樹脂業務，上緯 2025/2026 年可回收材料產能預計擴大至 5 萬/10 萬噸。本中心長期看好可回收材料趨勢，除西門子歌美颯外，國際大廠 Vestas、GE、Orsted 等皆紛紛宣示 2030-2040 年葉片/風機要達到 100%可回收，上緯目前洽談中的潛在客戶尚包含 3 家國際客戶、1 家中國客戶，本中心預估將進一步帶動需求量的增長。

圖 7：風機開發商與廠商的淨零承諾

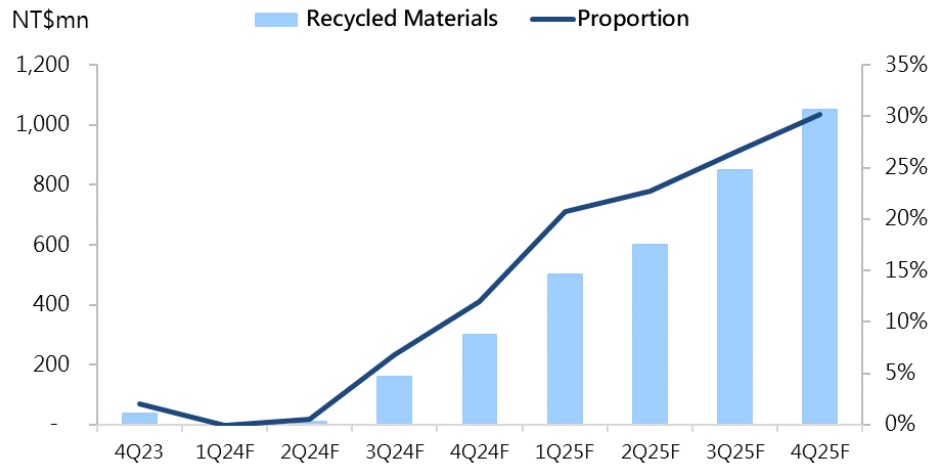
國際廠商	宣示目標
維斯塔斯 Vestas	2020 年 1 月宣布，2040 年研發出零廢棄物(zero-waste)風機，風機壽命告終後，葉片可回收再利用
西門子歌美颯 SGRE	2021 年 7 月宣布，2030 年 100%回收風機葉片、2040 年 100%風機回收
奇異 GE	2021 年 11 月宣布，計畫在 2030 前生產零廢棄物的風機葉片，由旗下的 LM 風能完成
沃旭能源 Orsted	2021 年 6 月提出 3R 願景，旗下風廠風機退役將重複使用(Reuse)、回收(Recycle)、再生(Recover)所有的風機葉片

資料來源：上緯、元大投顧

可回收材料為高值化產品，2025-2026 年放量將提升整體單價、毛利率

上緯自 2021 年可回收產品開發以來，即積極推廣各項領域，初期僅應用於車架、鞋材等運動用品，近期取得突破性進展，預計於 2024 年底完成西門子歌美颯風機可回收樹脂測試。可回收樹脂放量後，單價將大幅優於目前產品，且成本差異不大，毛利率優於傳統樹脂 10-15ppts。2023 年可回收樹脂營收比重僅約 1%，本中心預估 2H24 將初步放量，2024/2025 全年佔比將成長至 5%/25%，隨高值化產品營收佔比持續提升，上緯 2025-2026 年營運結構明顯轉強。

圖 8：上緯 2023-2026 年可回收材料營收與佔比預估

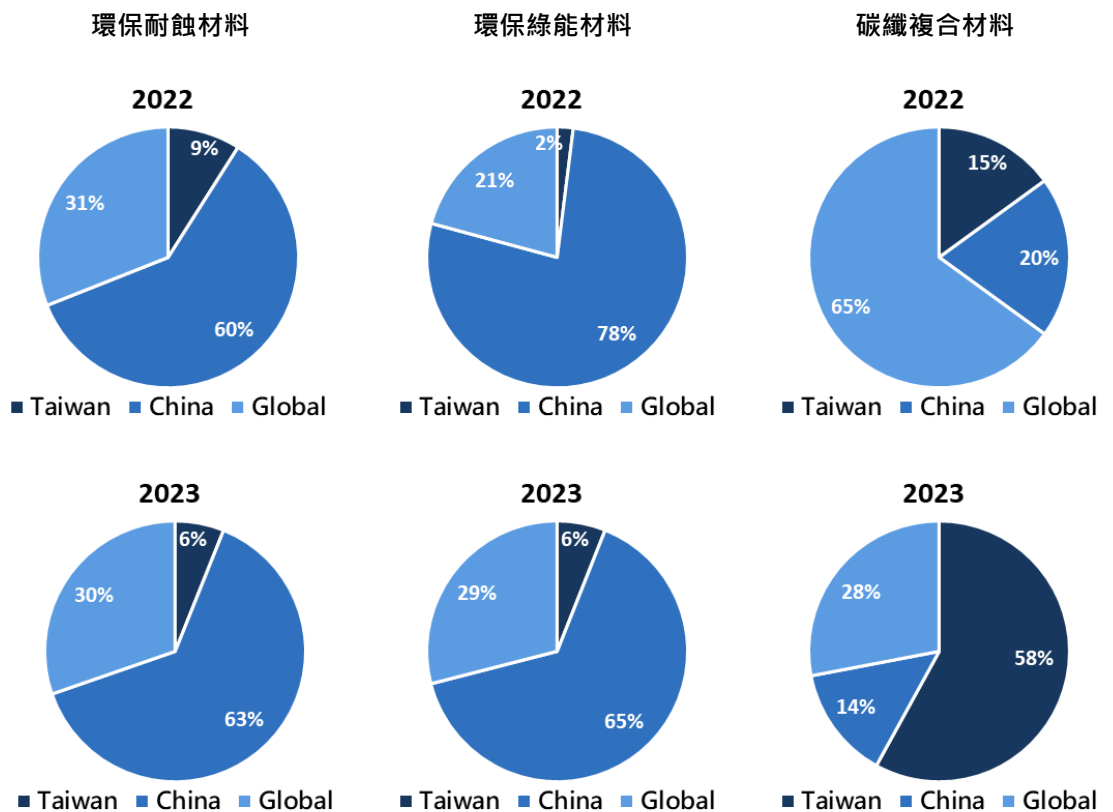


資料來源：上緯、元大投顧預估

朝向高利潤非中國市場布局，不斷提高國際市場市佔率

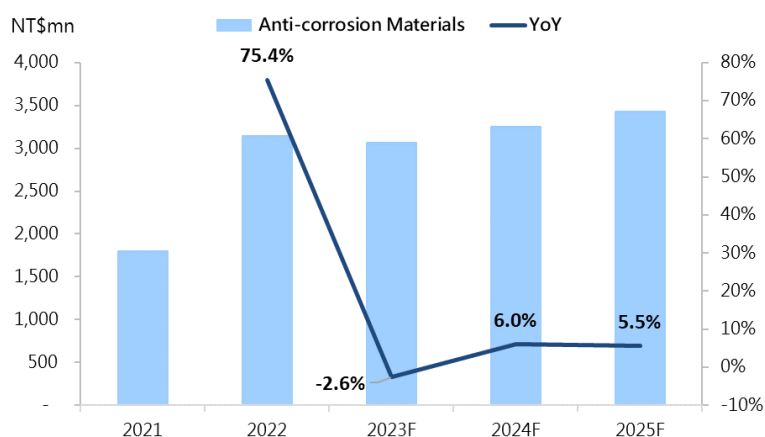
上緯 2023 年地區營收比重為：中國 53%、國際 29%、台灣 18%，其中環保綠能材料業務（風電樹脂）2023 年中國佔比達 65%。中國近期風機招標價格創下新低，供應鏈面臨降價壓力，且同業殺價競爭激烈，上緯中國風電樹脂毛利率僅 0-5%，非中國市場毛利率為中國的 3-5 倍，因此上緯未來三年將採取地理擴張策略，規劃新設投資項目包含成立荷蘭辦公室，朝向歐洲進行業務推廣、技術服務，並於土耳其設立環保耐蝕、環保綠能材料工廠。上緯 1Q24 集團中國地區營收比重為 45%，預估 2024 全年將進一步降至 40% 以下，隨 2025-2026 年可回收材料逐步放量，預估非中國市場營收將提升至 70%。

圖 9：三大核心業務地區營收佔比



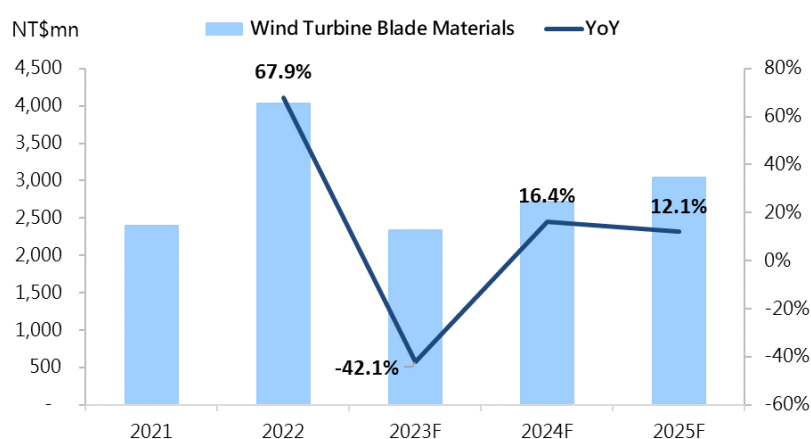
資料來源：上緯、元大投顧

圖 10：上緯環保耐蝕材料營收&YoY



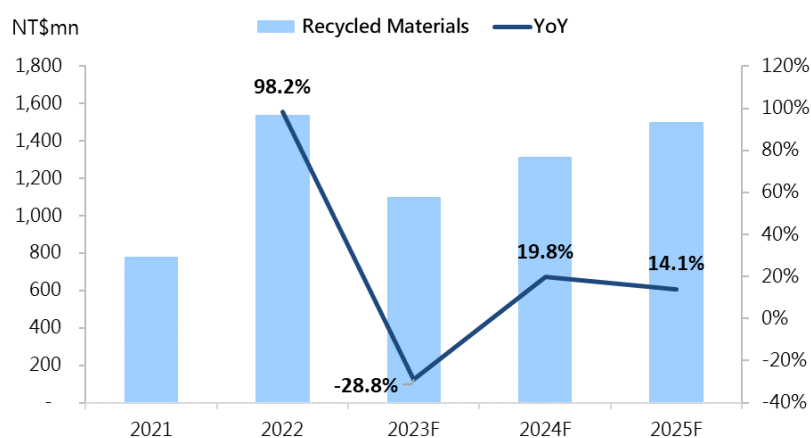
資料來源：上緯、元大投顧

圖 11：上緯環保綠能材料營收&YoY



資料來源：上緯、元大投顧

圖 12：上緯碳纖複合材料營收&YoY



資料來源：上緯、元大投顧

預估 1Q24 毛利率季增 2.5 個百分點，EPS 由虧轉盈

上緯 2023 年受中國風電殺價競爭影響，本業獲利衰退 51%，1Q24 中國地區營收佔比 45%，已相較 2023 年的 53%下降，1Q24 營收 17.35 億元，季減 11.3%/年增 2.2%；毛利率部分因接到客戶短期批量預浸布訂單，預估 1Q24 毛利率/營益率分別季增 2.5ppts 至 21.0%/5.5%，營業利益 0.95 億元，季增 61.2%/年增 74.3%；稅後淨利 0.67 億元，年增 251.4%；EPS 0.68 元，年增 250.8%，季度由虧轉盈。

圖 13：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	1,698	1,955	1,735	-11.3%	2.2%	1,735	0.0%
營業毛利	320	363	365	0.6%	14.0%	333	9.5%
營業利益	55	59	95	61.2%	74.3%	64	48.6%
稅前利益	38	14	98	597.0%	155.4%	77	27.6%
稅後淨利	19	(8)	67	—	251.4%	53	26.0%
調整後 EPS (元)	0.20	(0.08)	0.68	—	250.8%	0.54	26.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	18.8%	18.5%	21.0%	2.5	2.2	19.2%	1.8
營業利益率	3.2%	3.0%	5.5%	2.5	2.3	3.7%	1.8
稅後純益率	1.1%	-0.4%	3.8%	4.3	2.7	3.1%	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估

展望 2Q24，考量非中國市場營收比重持續提升，環保綠能材料國際市佔率逐步擴大，預估上緯營收 18.5 億元，季增 6.9%/年增 7.9%；毛利率/營益率分別年增 0.9ppts/2.3ppts 至 18.9%/4.2%；營業利益 0.78 億元，季減 17.5%/年增 139.6%；稅後淨利 0.52 億元，季減 21.4%/年減 92.4%；EPS 0.54 元(2Q23 有業外認列處分風場利益 7.2 億元，貢獻 EPS 約 7 元)，季減 21.4%/年減 92.4%。

圖 14：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	1,718	1,735	1,854	6.9%	7.9%	2,117	-12.4%
營業毛利	309	365	350	-3.9%	13.5%	432	-18.9%
營業利益	33	95	78	-17.5%	139.6%	138	-43.1%
稅前利益	748	98	78	-20.8%	-89.6%	155	-49.8%
稅後淨利	693	67	52	-21.4%	-92.4%	107	-51.0%
調整後 EPS (元)	7.11	0.68	0.54	-21.4%	-92.4%	1.10	-51.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	18.0%	21.0%	18.9%	-2.1	0.9	20.4%	-1.5
營業利益率	1.9%	5.5%	4.2%	-1.2	2.3	6.5%	-2.3
稅後純益率	40.3%	3.8%	2.8%	-1.0	-37.5	5.1%	-2.2

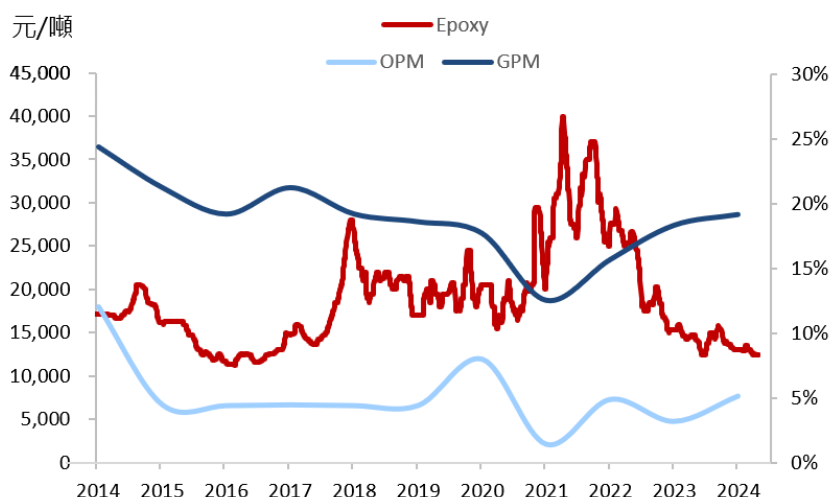
資料來源：公司資料、元大投顧預估

財務分析

隨可回收產品放量，上緯獲利能力將轉強

2020-2021 年環氧樹脂報價快速走升，使原物料成本墊高，導致上緯 2021 年毛利率年減 5.5ppts，營業利益率年減 6.5ppts 至 1.4%。2023 雖有一次性處分風場利益挹注業外收入，然而因中國近期風機招標價格創下新低，且同業殺價競爭激烈，上緯中國風電樹脂毛利率僅 0-5%，再度使獲利能力承壓。隨可回收材料 2H24 初步放量，並於 2025-2026 年間逐步取傳統業務，預計對營收及毛利率具顯著正面影響，使上緯營運結構性轉強，本中心預估 2024/2025 年毛利率可維持 19-20%水準。

圖 15：上緯上游原物料報價與毛利率、營業利益率關係圖

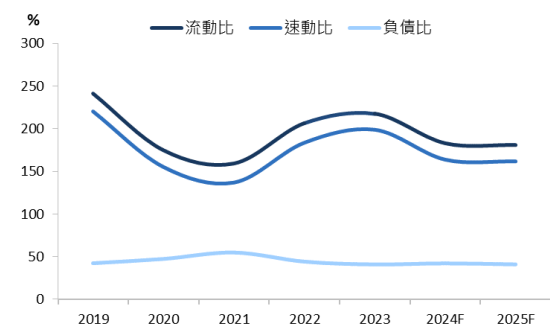


資料來源：上緯、元大投顧

雖原物料成本快速上漲使 2021 年面臨逆風，負債比小幅增加，然 2022-2023 年已降低至過往健康水準，流動比率與速動比率亦保持穩定走勢，上緯財務狀況穩健，流動性風險低。

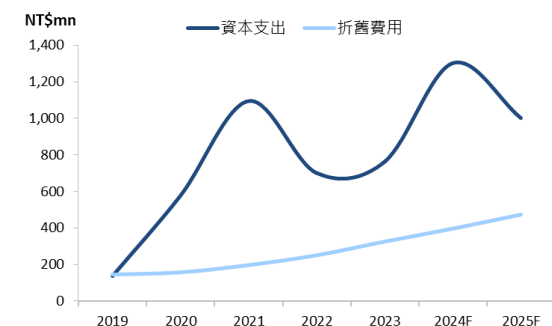
上緯 2019-2023 年平均資本支出為 6.54 億元，展望 2024/2025 年，預估資本支出將成長至 13 億元/10 億元，主因上緯將新增旺來廠區、荷蘭辦事處以及土耳其新廠，而折舊攤提與資本支出呈正相關，預估 2024/2025 年折舊攤提成長 22%/19%。

圖 16：流動比率、速動比率、負債比趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：預估 2024 年資本支出因擴廠增加

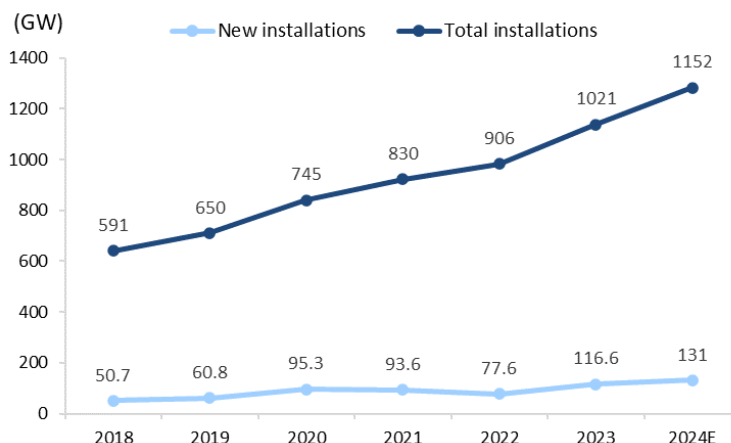


資料來源：公司資料、元大投顧

2023 年全球新增風電裝置量達 116.6GW，較 2022 年大幅增加 50%

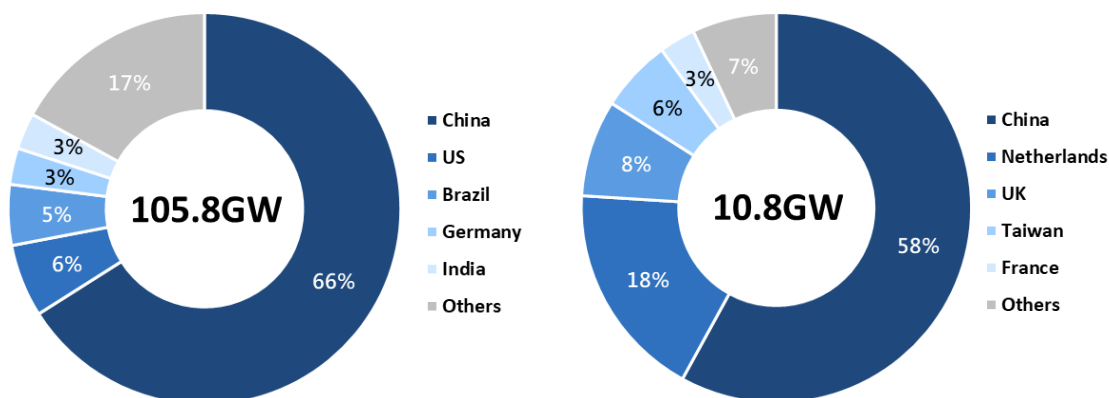
2023 年全球新增風電裝置量達 116.6GW，年增 50%，為歷年新高，帶動全球累計裝置容量達 1,021GW，年增 13%。2023 年陸上風電首次單年突破 100GW 新增裝置量，總計 105.8GW；離岸風電部分，總裝置容量為 10.8 GW，為歷史第二佳紀錄。2023 年新增風電裝置容量前五名國家分別為：中國、美國、巴西、德國以及印度，其中中國新增裝置容量為 75GW，佔全球總量近 65%，展望未來，機構預估 2024 年全球風電新增容量達 131GW，持續創下新高。

圖 18：2018-2024E 全球風電累計/新增裝置容量



資料來源：GWEC、元大投顧

圖 19：2023 年全球風電新增裝置容量地區分布(左圖：陸上風電；右圖：離岸風電)

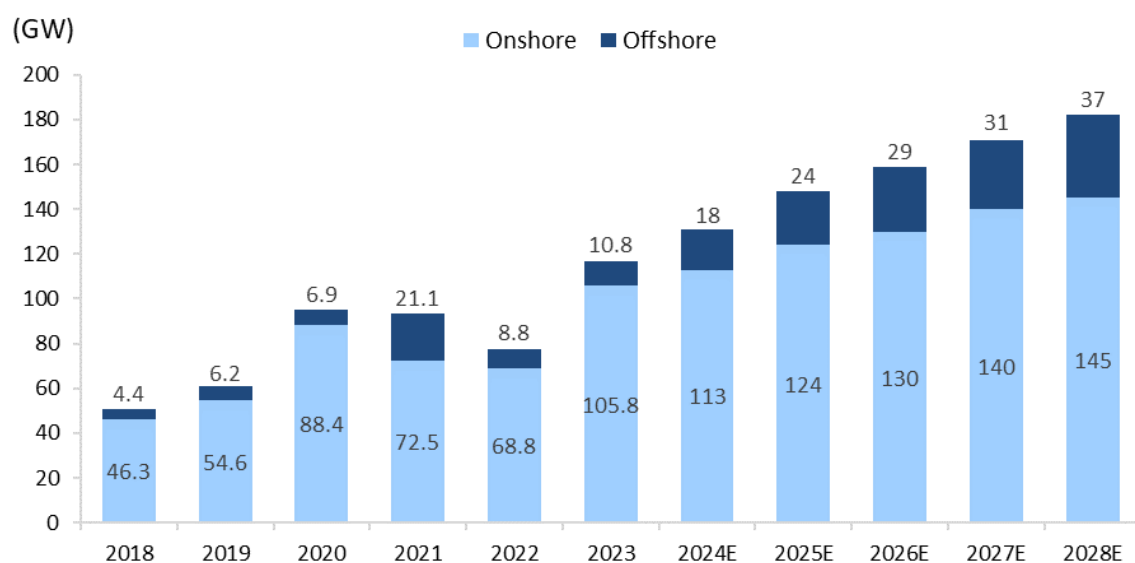


資料來源：GWEC、元大投顧

預估 2023-2028 年全球新增離岸風電裝置量 CAGR 達 9.4%

機構預估 2028 年全球新增風電裝置量將達 182GW，CAGR 達 9.4%，主因 1) 俄羅斯入侵烏克蘭後，歐洲加速再生能源發展，以實現能源安全；2) 美國降低通膨法案(IRA)有助於 2023 -2032 年清潔能源發展，更有助於本土供應鏈的創建；3) 清潔能源已成為中國經濟成長的主力，在推出「30-60 目標」後(習近平在聯合國大會上表示中國二氧化碳排放爭取與 2030 年達到峰值，並爭取 2060 年前實現碳中和)；4) 在經歷了動盪的 2023 年之後，各國政府和開發商仍然堅持開發離岸風電的浮動式離岸風電技術、Power-to-X(是一種電力轉換、能量儲存以及剩餘再生能源的再轉換途徑)等解決方案將進一步解鎖離岸風電在支援全球能源轉型方面的潛力；5) 東南亞、中亞、北非等新興市場將有所成長。

圖 20：2018-2028E 年全球風電新增裝置容量

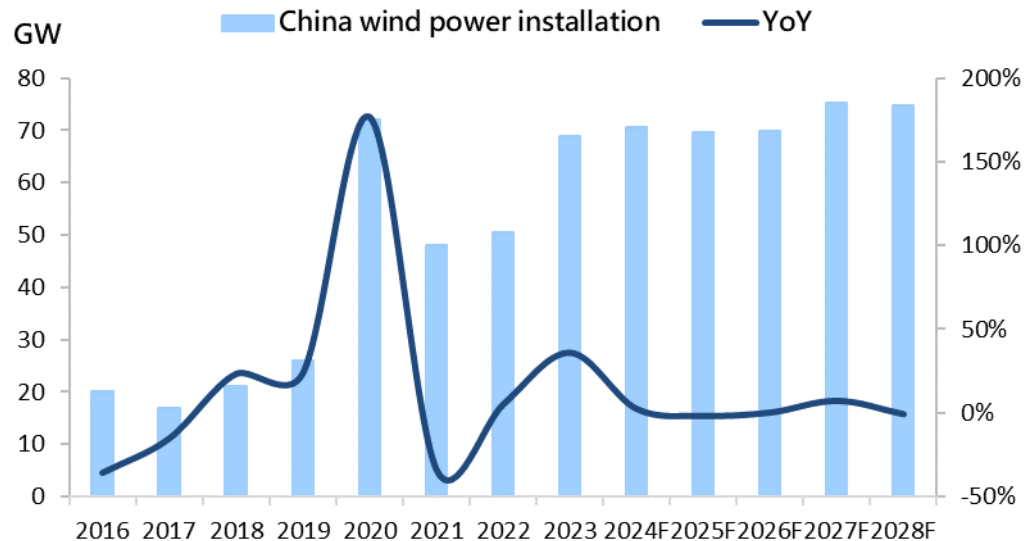


資料來源：GWEC、元大投顧

上緯中國第一大客戶金風科技市佔率蟬聯全球第一

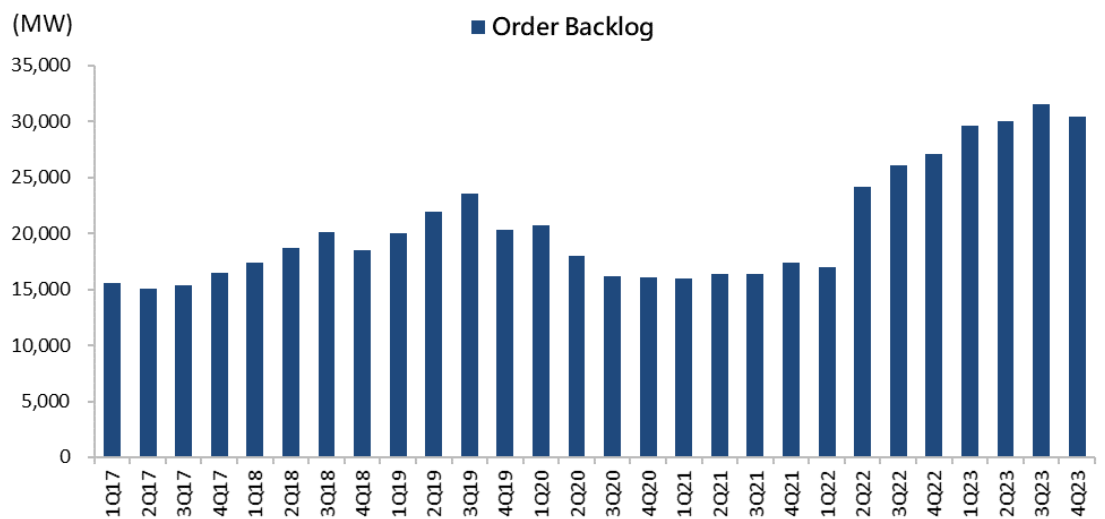
上緯 2023 年營收 53%集中於中國地區，第一大客戶為金風科技，該公司成立於 1998 年，2023 年營收人民幣 504.57 億元，主要產品包括風機及零部件銷售 65%、風電案場開發 22%、風電服務 10%。2023 年全球新增風電裝置量為 116.6GW，中國市場新增裝機容量 75GW，比重達近 65%，金風科技以 16.4GW 的新增裝機容量蟬聯全球第一。展望未來，中國整機製造商進一步在海外市場擴張，預估金風科技將以價格優勢取得海外市佔率，截至 2023 年底，公司在手訂單達 30.4GW，同比增長 12%，其中海外訂單量達 4.7GW。

圖 21：中國風電累計/新增裝置容量預估



資料來源：GWEC、元大投顧

圖 22：最大客戶金風在手訂單



資料來源：金風、元大投顧

獲利調整與股票評價

可回收材料放量帶動營運結構性轉強，給予買進評等

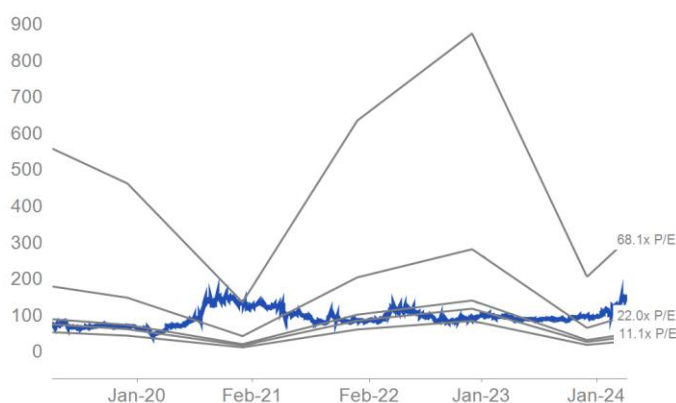
本中心預估上緯 2024/2025 年可回收材料營收將分別年增 725%/540%，營收佔比達 5%/25%，預估推升 2024/2025 年整體營收至 84 億/117 億，年增 15.7%/39.1%；毛利率 19.1%/20.1%，年增 0.8ppts/1ppts，主因可回收材料毛利率優於傳統樹脂 10-15%，帶動產品組合轉強；2024/2025 年 EPS 3.05 元/7.36 元。

2024 年三大核心業務部分，預估環保耐蝕業務仍以中國基建市場為主，並擴張至醫材領域，預估 2024 年營收年增 6%，且毛利率接近上緣水準；環保綠能業務持續搶佔國際市場市佔率，高毛利非中國市場佔比提升，帶動產品組合結構改善，預估 2024 年營收年增 16%；碳纖複合材料部分，可回收碳纖大樑與可回收拉擠板材產品具想像空間，預估 2024 年營收年增 20%。

目前股價交易於 52 倍/22 倍 2024/2025 年預估每股盈餘，考量上緯 1) 技術能力領先同業，且可回收材料客戶認證期間長達 1-2 年，預估短期內仍難有競爭者；2) 持續朝向高利潤非中國市場布局，不斷提高國際市場市佔率，因此根據 2025 EPS 7.36 元、目標本益比 27 倍，推得目標價 200 元，給予買進評等。

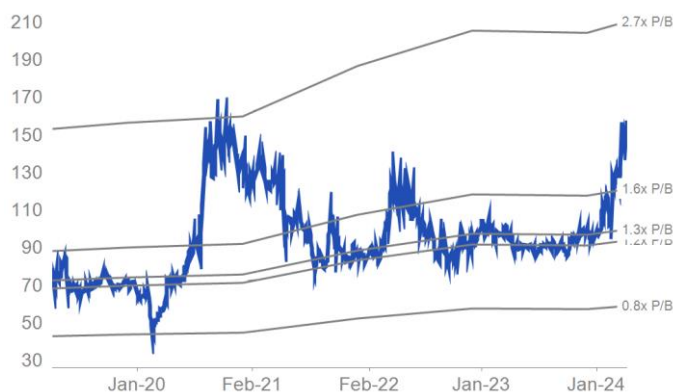
投資風險：1) 產品價格與毛利率不如預期；2) 全球風電建置速度；3) 風電政策。

圖 23：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：12 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 25：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
上緯投控	3708 TT	買進	158.0	507	12.88	3.05	7.36	12.3	51.9	21.5	37.6	(76.3)	141.5
國外													
Aditya Birla	ABCAP IN	未評等	228.0	7,209	19.8	11.3	13.7	11.5	20.3	16.6	181.0	(43.3)	22.1
Ashland	ASH US	未評等	95.9	4,805	3.2	4.5	5.8	30.2	21.2	16.6	(3.7)	42.8	27.3
Huntsman	HUN US	未評等	24.5	4,244	(0.1)	0.5	1.6	--	50.6	15.3	--	--	230.6
國外平均					7.6	5.4	7.0	20.9	30.7	16.2	88.7	(0.3)	93.3

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 26：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
上緯投控	3708 TT	買進	158.0	507	16.8	4.2	9.3	78.45	74.80	81.14	2.0	2.1	2.0
國外													
Aditya Birla	ABCAP IN	未評等	228.0	7,209	7.4	12.7	13.0	84.0	100.2	112.3	2.7	2.3	2.0
Ashland	ASH US	未評等	95.9	4,805	9.4	7.8	9.4	58.4	60.9	60.3	1.6	1.6	1.6
Huntsman	HUN US	未評等	24.5	4,244	2.0	3.0	9.0	18.2	18.9	19.0	1.4	1.3	1.3
國外平均					6.3	7.8	10.5	53.5	60.0	63.8	1.9	1.7	1.6

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 27：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	1,698	1,718	1,923	1,955	1,735	1,854	2,344	2,508	7,295	8,441
銷貨成本	(1,378)	(1,410)	(1,580)	(1,593)	(1,371)	(1,504)	(1,914)	(2,038)	(5,960)	(6,827)
營業毛利	320	309	343	363	365	350	429	470	1,335	1,614
營業費用	(265)	(276)	(259)	(304)	(270)	(272)	(308)	(334)	(1,104)	(1,184)
營業利益	55	33	84	59	95	78	121	136	230	431
業外利益	(16)	715	564	(45)	3	0	0	3	1,218	5
稅前純益	38	748	648	14	98	78	121	139	1,448	436
所得稅費用	(20)	(46)	(77)	(22)	(29)	(23)	(36)	(42)	(166)	(131)
少數股東權益	(1)	9	18	(1)	2	2	2	2	25	8
歸屬母公司稅後純益	19	693	552	(8)	67	52	83	95	1,256	297
調整後每股盈餘(NT\$)	0.20	7.11	5.65	(0.08)	0.68	0.54	0.85	0.98	12.88	3.05
調整後加權平均股數(百萬股)	98	98	98	98	98	98	98	98	95	95
重要比率										
營業毛利率	18.8%	18.0%	17.9%	18.6%	21.0%	18.9%	18.3%	18.7%	18.3%	19.1%
營業利益率	3.2%	1.9%	4.4%	3.0%	5.5%	4.2%	5.2%	5.4%	3.2%	5.1%
稅前純益率	2.3%	43.5%	33.7%	0.7%	5.7%	4.2%	5.2%	5.6%	19.9%	5.2%
稅後純益率	1.1%	40.3%	28.7%	-0.4%	3.8%	2.8%	3.5%	3.8%	17.2%	3.5%
有效所得稅率	53.2%	6.2%	11.9%	159.4%	29.6%	29.5%	29.8%	30.2%	11.5%	30.0%
季增率(%)										
營業收入	-26.4%	1.2%	11.9%	1.7%	-11.3%	6.9%	26.4%	7.0%		
營業利益	-74.2%	-40.0%	155.9%	-29.6%	61.2%	-17.5%	55.1%	12.4%		
稅後純益	-83.2%	3530.4%	-20.2%	--	--	-21.4%	59.6%	14.5%		
調整後每股盈餘	-83.6%	3547.3%	-20.6%	--	--	-21.4%	57.7%	15.2%		
年增率(%)										
營業收入	-31.7%	-34.5%	-18.4%	-15.2%	2.2%	7.9%	21.9%	28.3%	-25.3%	15.7%
營業利益	-16.8%	-81.0%	245.3%	-72.1%	74.3%	139.6%	44.4%	130.5%	-51.4%	87.4%
稅後純益	-67.3%	576.6%	-12.2%	--	251.4%	-92.4%	-85.0%	--	33.5%	-76.2%
調整後每股盈餘	-68.8%	551.3%	-12.5%	--	250.8%	-92.4%	-85.0%	--	37.6%	-76.3%

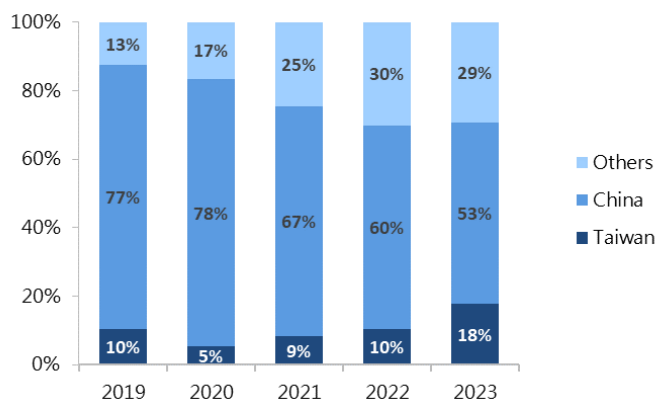
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標"A"為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

上緯為全球第二大及亞洲第一大之乙烯基酯樹脂廠商

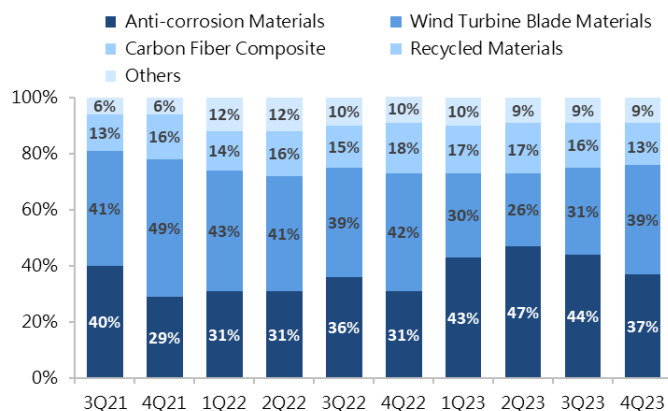
上緯成立於 1992 年，為專業特用化學品製造廠商，專精於乙烯基酯樹脂與 SMC/BMC 用低收縮劑領域。外銷市場由亞洲擴及全球，所創立的「SWANCOR」為全球知名品牌，並成為全球第二大及亞洲第一大之乙烯基酯樹脂廠商，跨足碳纖維材料與離岸風電兩大新事業佈局。2023 年營收佔比為環保耐蝕材料 42%、環保綠能材料 32%、碳纖複合材料 15%、循環再生材料 1%、其他 10%。

圖 28：地區別營收佔比



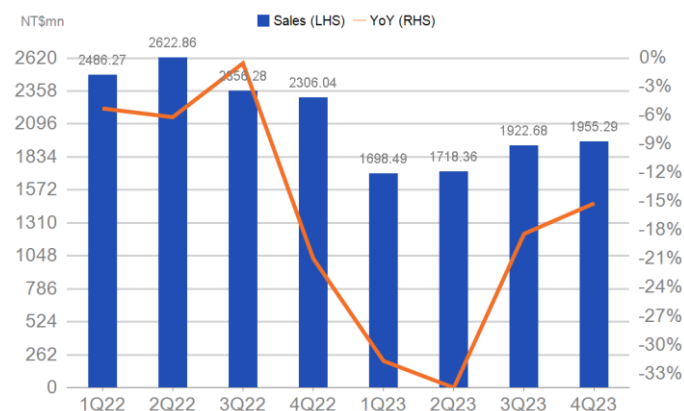
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 29：營收組成



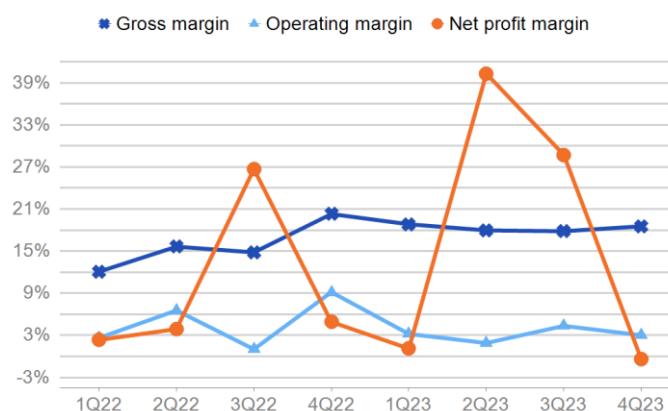
資料來源：公司資料

圖 30：營收趨勢



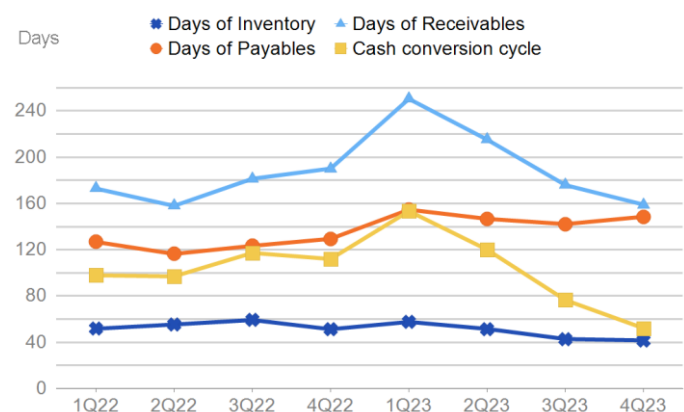
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：毛利率、營益率、淨利率



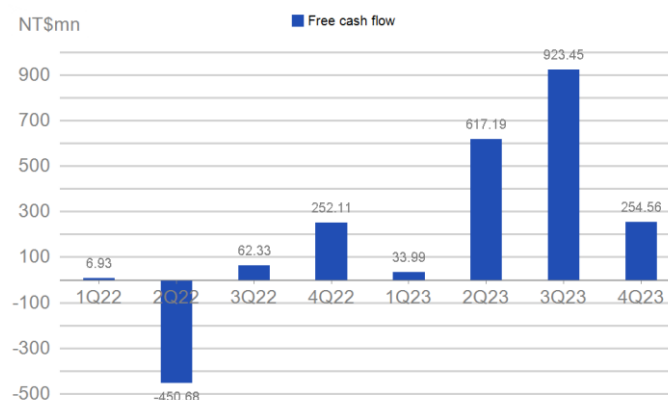
資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：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：** 上緯投控整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在落後的位置，亦於特殊化學品業的公司中排名略為落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 上緯投控的整體曝險中等，略優於電子設備業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的商業道德、產品與服務、排放汙水及廢棄物等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 上緯投控的資訊揭露非常嚴格，顯示公司對投資者和公眾高度負責。公司有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但這些舉措不足以管理其所有風險。儘管如此，公司並未涉及任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 34：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	33.5	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	55.6	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	44.1	
風險評級	高	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	82	

資料來源：Sustainalytics (2024/5/7)

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	2,531	2,527	4,702	3,119	3,348
存貨	1,236	899	734	763	778
應收帳款及票據	5,036	4,929	3,065	3,411	3,344
其他流動資產	327	275	175	75	(25)
流動資產	9,131	8,631	8,675	7,367	7,445
採用權益法之投資	925	920	970	1,020	1,070
固定資產	2,810	3,470	3,906	4,809	5,335
無形資產	11	54	43	31	19
其他非流動資產	1,699	1,199	1,299	1,399	1,499
非流動資產	5,445	5,643	6,218	7,259	7,923
資產總額	14,576	14,274	14,893	14,627	15,368
應付帳款及票據	2,822	2,139	1,944	1,984	2,074
短期借款	2,292	1,295	1,300	1,300	1,300
什項負債	621	752	747	747	747
流動負債	5,735	4,185	3,990	4,031	4,121
長期借款	344	511	483	516	556
其他負債及準備	1,937	1,631	1,631	1,631	1,631
長期負債	2,281	2,142	2,114	2,147	2,187
負債總額	8,016	6,327	6,104	6,178	6,307
股本	935	981	981	981	981
資本公積	3,162	3,534	3,534	3,534	3,534
保留盈餘	1,774	2,538	3,304	2,906	3,460
什項權益	(439)	(395)	(345)	(295)	(245)
歸屬母公司之權益	5,432	6,658	7,474	7,126	7,730
非控制權益	1,128	1,289	1,315	1,323	1,331
股東權益總額	6,560	7,947	8,789	8,449	9,061

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	219	960	1,282	305	726
折舊及攤提	202	262	338	409	486
本期營運資金變動	(723)	253	1,836	(335)	142
其他營業資產 及負債變動	748	(939)	100	100	100
營運活動之現金流量	446	536	3,555	480	1,454
資本支出	(1,093)	(665)	(763)	(1,300)	(1,000)
本期長期投資變動	925	(5)	(50)	(50)	(50)
其他資產變動	(2,372)	1,138	(100)	(100)	(100)
投資活動之現金流量	(2,540)	467	(913)	(1,450)	(1,150)
股本變動	0	46	0	0	0
本期負債變動	3,307	(906)	(27)	33	40
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(324)	(139)	(491)	(695)	(164)
其他調整數	8	(46)	50	50	50
融資活動之現金流量	2,991	(1,045)	(468)	(612)	(75)
匯率影響數	35	38	0	0	0
本期產生現金流量	932	(4)	2,175	(1,582)	229
自由現金流量	(648)	(129)	2,793	(820)	454

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	10,710	9,771	7,295	8,441	11,739
銷貨成本	(9,371)	(8,243)	(5,960)	(6,827)	(9,375)
營業毛利	1,340	1,528	1,335	1,614	2,364
營業費用	(1,190)	(1,055)	(1,104)	(1,184)	(1,343)
推銷費用	(532)	(418)	(467)	(490)	(550)
研究費用	(241)	(214)	(249)	(267)	(305)
管理費用	(400)	(435)	(382)	(419)	(480)
其他費用	(17)	13	(6)	(8)	(8)
營業利益	149	473	230	431	1,021
利息收入	10	20	55	52	56
利息費用	(101)	(89)	(60)	(71)	(65)
利息收入淨額	(90)	(69)	(5)	(20)	(9)
投資利益(損失)淨額	14	(4)	(23)	(23)	(21)
匯兌損益	(33)	57	(15)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	82	689	1,262	49	46
稅前純益	122	1,146	1,448	436	1,037
所得稅費用	96	(186)	(166)	(131)	(311)
少數股權淨利	33	57	25	8	8
歸屬母公司之稅後純益	186	903	1,256	297	718
稅前息前折舊攤銷前淨利	415	1,490	(108)	22	535
調整後每股盈餘 (NT\$)	2.02	9.36	12.88	3.05	7.36

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	8.5	(8.8)	(25.3)	15.7	39.1
營業利益	(80.9)	217.0	(51.4)	87.4	136.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	(64.7)	258.8	--	--	2331.8
稅後純益	(69.9)	338.6	33.5	(76.2)	138.0
調整後每股盈餘	(70.4)	363.1	37.6	(76.3)	141.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	12.5	15.6	18.3	19.1	20.1
營業利益率	1.4	4.9	3.2	5.1	8.7
稅前息前淨利率	0.2	10.8	3.2	5.1	8.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	3.9	15.3	(1.5)	0.3	4.6
稅前純益率	1.1	11.7	19.9	5.2	8.8
稅後純益率	1.7	9.2	17.2	3.5	6.1
資產報酬率	1.6	6.7	8.6	2.1	4.7
股東權益報酬率	3.4	13.2	16.8	4.2	9.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	122.2	79.6	69.5	73.1	69.6
淨負債權益比(%)	1.6	(9.1)	(33.2)	(15.4)	(16.5)
利息保障倍數 (倍)	2.2	13.9	25.2	7.1	16.9
流動比率 (%)	159.2	206.2	217.4	182.8	180.7
速動比率 (%)	137.0	183.7	199.0	163.9	161.8
淨負債 (NT\$百萬元)	105	(722)	(2,919)	(1,303)	(1,493)
調整後每股淨值 (NT\$)	58.10	67.87	78.45	74.80	81.14
評價指標 (倍)					
本益比	78.2	16.9	12.3	51.9	21.5
股價自由現金流量比	--	--	5.4	--	33.1
股價淨值比	2.7	2.3	2.0	2.1	2.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	36.2	10.1	--	682.3	28.1
股價營收比	1.4	1.5	2.1	1.8	1.3

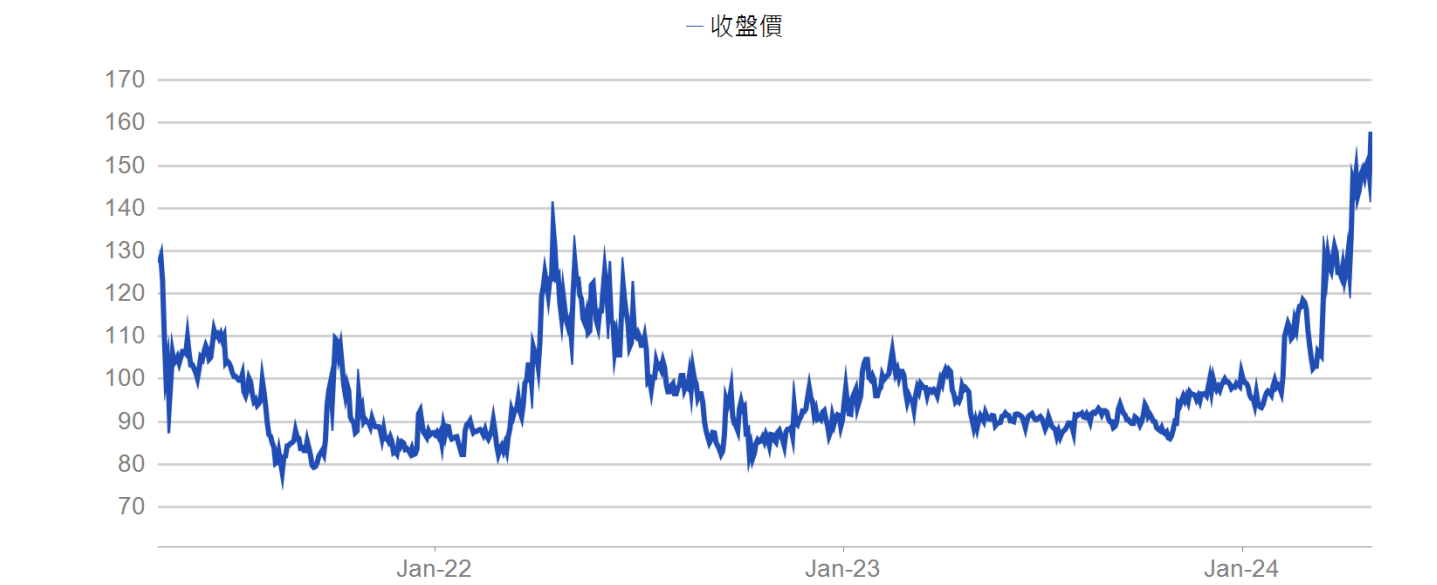
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

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。

上緯投控 (3708 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

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

© {2023} 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>.