

研究員：薛雅月 [rita.hsueh@capital.com.tw](mailto:rita.hsueh@capital.com.tw)

前日收盤價 44.60 元

目標價

3 個月 46 元

12 個月 46 元

## 亞泥(1102 TT)

Neutral

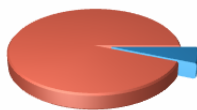
### 近期報告日期、評等及前日股價

05/10/2024	到價	
11/17/2023	Trading Buy	41.50
08/17/2023	Neutral	39.25
05/26/2023	Neutral	44.00
03/31/2023	Trading Buy	42.70

### 公司基本資訊

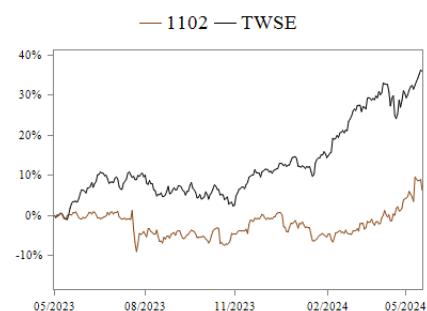
目前股本(百萬元)	35,466
市值(億元)	1,392
目前每股淨值(元)	45.52
外資持股比(%)	16.23
投信持股比(%)	0.98
董監持股比(%)	27.36
融資餘額(張)	1,766
現金股息配發率(%)	63.35

### 產品組合



■ 水泥及熟料: 94.00%  
■ 礱石粉: 6.00%

### 股價相對大盤走勢



3Q24 營運動能將再度受限，投資建議給予 Neutral。

**投資建議：**考量中國水泥市場供需失衡結構短期難解，且 3Q24 進入需求淡季，營運動能將再度受限，投資建議給予 Neutral。

**中國水泥價格 2Q24 旺季不旺，3Q24 進入需求淡季，價格欲漲不易：**1Q23 中國水泥市場進入傳統需求淡季，呈現價量俱跌局面，2Q24 以來受到氣候因素及資金緊缺等因素所干擾，致使水泥價格走勢跌多漲少，營運旺季不旺。3Q24 再度面臨高溫多雨季節，預期水泥價格走勢仍以弱勢區間震盪為主。

**預估亞泥 2024 年稅後 EPS 3.15 元：**亞泥 1Q24 稅後獲利 29.48 億元，YoY+9.68%，稅後 EPS 0.83 元；其中營業利益 YoY-30%，主因中國水泥價格較 1Q23 呈現明顯衰退，加上出貨量減少，導致亞泥中國 1Q24 處於虧損狀態；台灣水泥市場因銷量成長、煤炭成本下滑致使獲利貢獻增加；嘉惠電廠方面，受惠於天然氣價格緩跌，1Q24 獲利貢獻 YoY+14.75%。業外方面，遠東新獲利貢獻與 1Q23 相當，裕民因散裝運價淡季不淡、獲利貢獻較 1Q23 增加，山水水泥則因水泥價格大幅滑落、虧損幅度較 1Q23 擴大，在業外認列金融資產評價利益之下，1Q24 整體稅後獲利 YoY 呈現正增長。2Q24 方面，儘管是中國水泥傳統需求旺季，然供需狀況不佳導致中國水泥價格回升有限，另煤炭成本下降有利噸毛利改善，預期亞泥中國單季營運有望由虧轉盈；嘉惠電廠因 04/2024 進行歲修，獲利貢獻 YoY 恐呈衰退；台灣水泥事業則因 04/2024 強震影響短暫生產作業，毛利率將較 1Q24 下滑；另業外有望認列股利收入之下，預估亞泥 2Q24 稅後獲利 29.21 億元，稅後 EPS 0.82 元。展望 2024 年，台灣水泥市場方面，由於電子業建廠及地產需求穩健，加上煤炭成本壓力減輕，營運展望仍偏正向；中國煤炭成本有望持續走低，然水泥下游需求緩慢復甦，預期亞泥中國營運難有明顯改善；嘉惠電廠方面，受惠於天然氣成本走跌，加上 2023 年費用增加導致獲利基期較低，預期電廠獲利貢獻將優於 2023 年。綜上所述，預估亞泥 2024 年稅後獲利 111.66 億元，YoY+2.6%，稅後 EPS 3.15 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	80,183	76,384	83,258	21,136	19,894	19,944	16,500	17,562	20,424	21,899	18,460	20,866
營業毛利淨額	10,437	9,559	10,801	3,352	2,809	2,297	1,757	2,224	2,358	3,219	2,024	2,724
營業利益	7,460	6,687	7,916	2,669	1,865	1,467	1,024	1,574	1,654	2,436	1,385	1,988
稅後純益	10,883	11,166	11,153	4,164	2,706	1,326	2,948	2,921	2,421	2,876	1,992	2,953
稅後 EPS(元)	3.07	3.15	3.14	1.17	0.76	0.37	0.83	0.82	0.68	0.81	0.56	0.83
毛利率(%)	13.02%	12.51%	12.97%	15.86%	14.12%	11.52%	10.65%	12.67%	11.55%	14.70%	10.96%	13.05%
營業利益率(%)	9.30%	8.75%	9.51%	12.63%	9.37%	7.36%	6.20%	8.96%	8.10%	11.12%	7.50%	9.53%
稅後純益率(%)	13.57%	14.62%	13.40%	19.70%	13.60%	6.65%	17.87%	16.63%	11.85%	13.14%	10.79%	14.15%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-11.24%	-4.74%	9.00%	10.04%	-5.88%	0.25%	-17.27%	6.44%	16.30%	7.22%	-15.70%	13.04%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-9.43%	2.60%	-0.12%	54.91%	-35.02%	-51.00%	122.39%	-0.92%	-17.12%	18.83%	-30.77%	48.28%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 354.66 億元計算。

## 公司 ESG 政策：

### (一)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略

2020 年起亞洲水泥推動科學減碳目標，2021 年 3 月通過國際上嚴格的科學基礎目標倡議組織（Science-Based Targets initiative, SBTi）審查，成為全球第四家完成減碳目標設定、具體回應全球氣候控制升溫 2°C 以下（well-below）的水泥公司。透過積極推動循環經濟，減少天然礦物與燃料的使用，以及調整石灰石摻用比例，減少使用高排碳量的熟料，達成減碳目標。

### (二)企業溫室氣體排放量減量目標

亞洲水泥的科學減量承諾，是以 2019 年設定為基準年，承諾到 2025 年，包括台北總公司、新竹廠、以及花蓮廠，範疇 1+2 的水泥膠結材料排放強度降低 8%，相當於減少超過 25.8 萬噸的溫室氣體排放量。2021 年範疇 1+2 實際排放強度為 0.852，排放強度達成 SBT 目標值。範疇 1 實際強度為 0.805，亦優於 0.813 之減碳路徑。範疇 2 實際強度為 0.047，略高於 0.041 之減碳路徑。

### (三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

2020 年起亞洲水泥推動科學減碳目標，2021 年 3 月通過國際上嚴格的科學基礎目標倡議組織（Science-Based Targets initiative, SBTi）審查，成為全球第四家完成減碳目標設定、具體回應全球氣候控制升溫 2°C 以下（well-below）的水泥公司。透過積極推動循環經濟，減少天然礦物與燃料的使用，以及調整石灰石摻用比例，減少使用高排碳量的熟料，達成減碳目標。

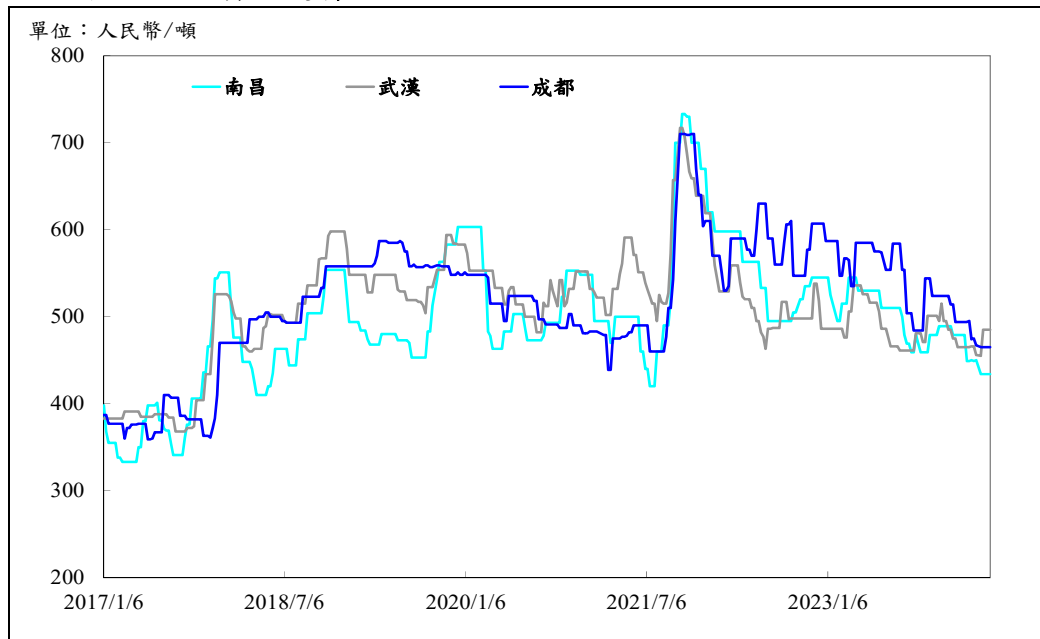
### (四)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果

1. 通過科學減碳 SBT 目標設定，2021 年水泥膠結材料排放強度 0.852(噸 CO2e/噸水泥膠結材料)達成目標。 2. 亞泥與經濟部工業局、水泥公會、國內關鍵業者組成「水泥業淨零排放工作組」，共同研商我國水泥產業淨零轉型策略路徑。 3. 亞泥總經理李坤炎擔任經濟部「產業及能源效率工作圈」委員，攜手總廠長張志鵬帶領淨零排放小組團隊，與政府共同研商水泥產業淨零排放策略及路徑規劃。 4. 循環經濟原料替代及燃料替代，年減 67,540 噸 CO2e 排放。 5. 完成水泥船全岸電，降低船舶用油，減少 5,329 公噸 CO2e 排放。

## 中國水泥價格 2Q24 旺季不旺，3Q24 進入需求淡季，價格欲漲不易：

水泥價格方面，1Q23 中國水泥市場進入傳統需求淡季，呈現價量俱跌局面，2Q24 以來受到氣候因素及資金緊缺等因素所干擾，致使水泥價格走勢跌多漲少，營運旺季不旺。3Q24 再度面臨高溫多雨季節，下游開工率不確定性提高，預期水泥價格走勢仍以弱勢區間震盪為主。

### 一、中國水泥價格走勢



資料來源：群益投顧彙整

## 天然氣價格下跌，有利嘉惠電廠 2024 年營運表現：

嘉惠二期電廠自 3Q21 下旬開始正式商轉，因評估台灣未來供電缺口將持續擴大，公司將規劃嘉惠三期電廠，以加入台電民營電廠招標，規劃 2025 年建廠、2027~2028 年商轉，三期電廠發電量相當於二期電廠的兩倍，有望增加未來電廠的整體獲利貢獻。

2023 年嘉惠電廠獲利貢獻 YoY-30.3%，衰退主因在於因天然氣成本上漲，壓抑嘉惠電廠獲利，以及 4Q23 廠內用電費用增加所致；隨天然氣價格下滑，發電成本舒緩之下，將有利嘉惠電廠 2024 年營運表現。

## 2023 年稅後 EPS 3.07 元：

亞泥 1Q23 稅後獲利 26.88 億元，YoY+6.1%，稅後 EPS 0.76 元；其中營業利益 YoY-40.79%，主因：(1)中國水泥價格較 1Q22 呈現大幅衰退，導致亞泥中國獲利貢獻 YoY-69%；(2)1Q23 天然氣價格高於 1Q22，由於電價計算方式無法完全轉嫁天然氣漲幅，故嘉惠電廠 1Q23 獲利貢獻 YoY-37%；(3)遠龍不銹鋼因需求低迷加上高價庫存去化，1Q23 營運僅損平。業外方面，遠東新及裕民獲利貢獻皆較 1Q22 下滑，山水水泥虧損幅度較 1Q22 略增，惟業外認列金融資產評價利益，致使 1Q23 整體稅後獲利 YoY 呈現正增長。

2Q23 稅後獲利 41.64 億元，QoQ+54.91%，稅後 EPS 1.17 元。獲利增長主

2024 年 5 月 20 日

因包括：(1)煤炭成本持續下滑，噸毛利增加之下，亞泥中國獲利貢獻較 1Q23 增長；(2)嘉惠電廠獲利貢獻優於 1Q23；(3)業外遠傳電信股利收入及金融評價利益增加。

3Q23 稅後獲利 27.06 億元，QoQ-35.02%，稅後 EPS 0.76 元。其中嘉惠電廠受惠天然氣價格走跌、獲利優於 2Q23，惟亞泥中國 3Q23 水泥價格跌幅大於成本跌幅，噸毛利下滑導致營運由盈轉虧；另業外股利收入及金融資產評價利益低於 2Q23 亦是獲利呈現季減的主因之一。

4Q23 稅後獲利 13.26 億元，QoQ-51%，稅後 EPS 0.37 元。獲利 QoQ 呈現衰退原因包括：(1)儘管進入中國水泥市場傳統需求旺季，然下游需求復甦受限導致亞泥中國價量表現旺季不旺，噸毛利與 3Q23 相當，營運仍未轉盈；(2)嘉惠電廠因認列費用增加，導致單季獲利貢獻明顯較上季下滑；(3)業外方面，遠東新獲利貢獻較上季增加，惟山水水泥虧損幅度擴大，另有認列匯兌損失約 3.4 億元。

綜上所述，亞泥 2023 年稅後獲利 108.83 億元，YoY-9.43%，稅後 EPS 3.07 元。

### **預估 2024 年稅後 EPS 3.15 元：**

亞泥 1Q24 稅後獲利 29.48 億元，YoY+9.68%，稅後 EPS 0.83 元；其中營業利益 YoY-30%，主因中國水泥價格較 1Q23 呈現明顯衰退，加上出貨量減少，導致亞泥中國 1Q24 處於虧損狀態；台灣水泥市場因銷量成長、煤炭成本下滑致使獲利貢獻增加；嘉惠電廠方面，受惠於天然氣價格緩跌，1Q24 獲利貢獻 YoY+14.75%。業外方面，遠東新獲利貢獻與 1Q23 相當，裕民因散裝運價淡季不淡、獲利貢獻較 1Q23 增加，山水水泥則因水泥價格大幅滑落、虧損幅度較 1Q23 擴大，在業外認列金融資產評價利益之下，1Q24 整體稅後獲利 YoY 呈現正增長。

2Q24 方面，儘管是中國水泥傳統需求旺季，然供需狀況不佳導致中國水泥價格回升有限，另煤炭成本下降有利噸毛利改善，預期亞泥中國單季營運有望由虧轉盈；嘉惠電廠因 04/2024 進行歲修，獲利貢獻 YoY 恐呈衰退；台灣水泥事業則因 04/2024 強震影響短暫生產作業，毛利率將較 1Q24 下滑；另業外有望認列股利收入之下，預估亞泥 2Q24 稅後獲利 29.21 億元，稅後 EPS 0.82 元。

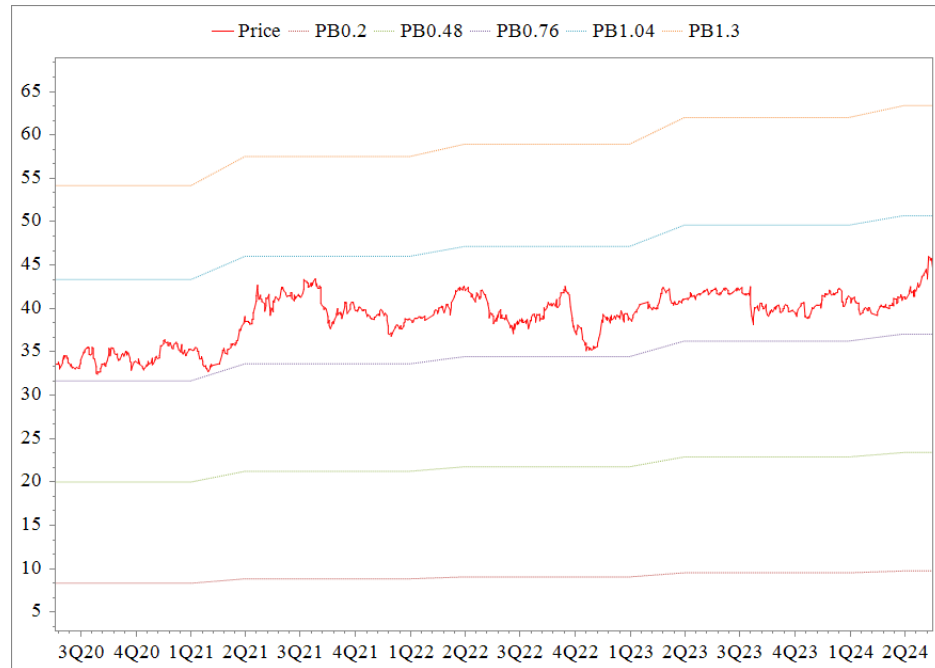
展望 2024 年，台灣水泥市場方面，由於電子業建廠及地產需求穩健，加上煤炭成本壓力減輕，營運展望仍偏正向；中國煤炭成本有望持續走低，然水泥下游需求緩慢復甦，預期亞泥中國營運難有明顯改善；嘉惠電廠方面，受惠於天然氣成本走跌，加上 2023 年費用增加導致獲利基期較低，預期電廠獲利貢獻將優於 2023 年。綜上所述，預估亞泥 2024 年稅後獲利 111.66 億元，YoY+2.6%，稅後 EPS 3.15 元。

此外，公司決議配發現金股利 2.1 元，以昨(05/17/2024)收盤價計算，現金殖利率約 4.7%。

### **投資建議：**

考量中國水泥市場供需失衡結構短期難解，且 3Q24 進入需求淡季，營運動能將再度受限，投資建議給予 Neutral。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2024 年 5 月 20 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	317,056	324,243	336,727	344,524	351,646
流動資產	105,956	111,450	122,341	105,670	150,509
現金及約當現金	33,451	43,486	33,230	34,675	44,823
應收帳款與票據	14,427	13,992	12,899	10,958	14,590
存貨	8,813	8,668	7,611	7,768	8,907
採權益法之投資	88,108	91,718	94,087	107,238	86,966
不動產、廠房設備	41,432	39,796	39,341	39,341	39,341
<b>負債總計</b>	136,783	140,010	144,863	148,772	151,847
流動負債	71,082	70,963	82,888	69,980	98,372
應付帳款及票據	12,502	10,768	10,197	9,576	11,864
非流動負債	65,701	69,047	61,976	79,413	51,809
<b>權益總計</b>	180,273	184,233	191,864	195,752	199,799
普通股股本	35,456	35,459	35,466	35,466	35,466
保留盈餘	115,000	115,195	117,910	121,799	125,846
母公司業主權益	156,927	160,817	169,170	172,888	176,593
<b>負債及權益總計</b>	317,056	324,243	336,727	344,524	351,646

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	8,597	15,309	7,269	23,558	12,047
稅前純益	21,934	15,197	13,936	14,022	14,018
折舊及攤銷	4,930	4,769	4,756	4,328	4,328
營運資金變動	2,843	-1,154	1,580	1,162	-2,483
其他營運現金	-21,110	-3,504	-13,003	4,046	-3,816
<b>投資活動現金</b>	-1,663	1,055	-13,656	-14,086	14,674
資本支出淨額	-3,204	-2,655	-4,049	-2,800	-2,800
長期投資變動	1,825	3,821	-9,632	30	30
其他投資現金	-284	-112	24	-11,316	17,444
<b>籌資活動現金</b>	966	-7,417	-3,476	-8,027	-16,572
長借/公司債變動	-4,224	2,067	1,825	17,437	-27,604
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-11,934	-12,055	-8,156	-7,448	-7,448
其他籌資現金	17,124	2,571	2,855	-18,017	18,480
<b>淨現金流量</b>	7,539	10,036	-10,257	1,445	10,148
<b>期初現金</b>	25,912	33,451	43,486	33,230	34,675
<b>期末現金</b>	33,451	43,486	33,230	34,675	44,823

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	90,333	90,341	80,183	76,384	83,258
營業成本	69,152	78,585	69,746	66,825	72,457
<b>營業毛利淨額</b>	21,181	11,755	10,437	9,559	10,801
營業費用	3,495	3,184	2,977	2,872	2,885
<b>營業利益</b>	17,686	8,571	7,460	6,687	7,916
<b>EBITDA</b>	26,950	20,315	19,112	15,687	16,916
業外收入及支出	4,248	5,680	5,124	7,335	6,102
稅前純益	21,934	15,197	13,936	14,022	14,018
所得稅	4,406	2,600	2,852	2,686	2,523
稅後純益	15,068	12,016	10,883	11,166	11,153
稅後 EPS(元)	4.25	3.39	3.07	3.15	3.14
完全稀釋 EPS**	4.25	3.39	3.07	3.15	3.14

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 354.66【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 354.66 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	15.45%	0.01%	-11.24%	-4.74%	9.00%
營業毛利淨額	-9.21%	-44.50%	-11.21%	-8.41%	12.99%
營業利益	-10.09%	-51.54%	-12.96%	-10.36%	18.37%
稅後純益	2.43%	-20.25%	-9.43%	2.60%	-0.12%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	23.45%	13.01%	13.02%	12.51%	12.97%
EBITDA(%)	29.83%	22.49%	23.84%	20.54%	20.32%
營益率	19.58%	9.49%	9.30%	8.75%	9.51%
稅後純益率	16.68%	13.30%	13.57%	14.62%	13.40%
總資產報酬率	4.75%	3.71%	3.23%	3.24%	3.17%
股東權益報酬率	8.36%	6.52%	5.67%	5.70%	5.58%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	43.14%	43.18%	43.02%	43.18%	43.18%
負債/淨值比(%)	75.88%	76.00%	75.50%	76.00%	76.00%
流動比率(%)	149.06%	157.05%	147.60%	151.00%	153.00%

## 其他比率分析

存貨天數	40.67	40.60	42.59	42.00	42.00
應收帳款天數	62.58	57.41	61.21	57.00	56.00

2024 年 5 月 20 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	19,209	21,136	19,894	19,944	16,500	17,562	20,424	21,899	18,460	20,866	21,323	22,609
營業成本	17,229	17,784	17,085	17,647	14,743	15,337	18,065	18,679	16,436	18,142	18,808	19,072
營業毛利淨額	1,980	3,352	2,809	2,297	1,757	2,224	2,358	3,219	2,024	2,724	2,515	3,538
營業費用	520	683	944	830	733	650	705	783	639	736	720	791
營業利益	1,459	2,669	1,865	1,467	1,024	1,574	1,654	2,436	1,385	1,988	1,796	2,747
業外收入及支出	1,724	2,857	1,414	481	2,608	2,197	1,372	1,159	1,093	1,774	1,723	1,511
稅前純益	3,184	5,526	3,279	1,948	3,631	3,771	3,026	3,595	2,478	3,763	3,519	4,258
所得稅	416	1,129	639	667	816	679	545	647	446	677	633	766
稅後純益	2,688	4,164	2,706	1,326	2,948	2,921	2,421	2,876	1,992	2,953	2,806	3,403
最新股本	35,466	35,466	35,466	35,466	35,466	35,466	35,466	35,466	35,466	35,466	35,466	35,466
稅後EPS(元)	0.76	1.17	0.76	0.37	0.83	0.82	0.68	0.81	0.56	0.83	0.79	0.96

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	10.31%	15.86%	14.12%	11.52%	10.65%	12.67%	11.55%	14.70%	10.96%	13.05%	11.80%	15.65%
營業利益率(%)	7.60%	12.63%	9.37%	7.36%	6.20%	8.96%	8.10%	11.12%	7.50%	9.53%	8.42%	12.15%
稅後純益率(%)	13.99%	19.70%	13.60%	6.65%	17.87%	16.63%	11.85%	13.14%	10.79%	14.15%	13.16%	15.05%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-20.78%	10.04%	-5.88%	0.25%	-17.27%	6.44%	16.30%	7.22%	-15.70%	13.04%	2.19%	6.03%
營業利益	35.77%	82.92%	-30.13%	-21.32%	-30.23%	53.76%	5.08%	47.30%	-43.13%	43.51%	-9.68%	52.95%
稅前純益	206.84%	73.58%	-40.67%	-40.57%	86.37%	3.85%	-19.77%	18.81%	-31.05%	51.81%	-6.47%	20.99%
稅後純益	341.27%	54.91%	-35.02%	-51.00%	122.39%	-0.92%	-17.12%	18.83%	-30.77%	48.28%	-4.99%	21.30%

## YoY(%)

營業收入淨額	-2.40%	-13.69%	-9.26%	-17.75%	-14.10%	-16.91%	2.66%	9.80%	11.88%	18.82%	4.40%	3.25%
營業利益	-40.79%	-11.94%	-6.82%	36.52%	-29.85%	-41.03%	-11.31%	66.04%	35.34%	26.32%	8.58%	12.75%
稅前純益	-7.29%	-1.67%	-35.79%	87.79%	14.06%	-31.76%	-7.72%	84.49%	-31.75%	-0.23%	16.31%	18.45%
稅後純益	6.09%	-6.61%	-38.72%	117.64%	9.68%	-29.85%	-10.53%	116.99%	-32.45%	1.10%	15.90%	18.31%

註1：稅後EPS以股本354.66億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。